

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO GERAL E APLICADA
CENTRO DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

ESTRUTURA DE CAPITAL E DESEMPENHO DAS EMPRESAS INDUSTRIAIS EM
2004:

ESTUDO DE CASO DE 112 EMPRESAS INDUSTRIAIS DE CAPITAL ABERTO NO
BRASIL

Autor: Paulo Roberto Schlichting

Projeto Técnico apresentado à Universidade
Federal do Paraná para obtenção do título de
Especialista em MBA em Finanças Corporativas.

CURITIBA
2005

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO GERAL E APLICADA
CENTRO DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE ESPECIALIZAÇÃO EM MBA EM FINANÇAS CORPORATIVAS**

**ESTRUTURA DE CAPITAL E DESEMPENHO DAS EMPRESAS INDUSTRIAIS EM
2004:**

**ESTUDO DE CASO DE 112 EMPRESAS INDUSTRIAIS DE CAPITAL ABERTO NO
BRASIL**

Autor: Paulo Roberto Schlichting

Orientador: Prof. Dr. Antonio Barbosa Lemes Júnior

**CURITIBA
2005**

AGRADECIMENTOS

Agradecimentos ao corpo docente do Curso de Especialização MBA em Finanças Corporativas, à Coordenação do CEPPAD-Centro de Pesquisa e Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Paraná e, especialmente, ao Prof. Antonio Barbosa Lemes Júnior pelo fundamental incentivo e pela orientação deste trabalho.

SUMÁRIO

	LISTA DE QUADROS.....	V
	LISTA DE FIGURAS.....	VI
	RESUMO.....	VII
1	INTRODUÇÃO.....	1
1.1	OBJETIVO GERAL.....	3
1.2	OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	3
1.3	JUSTIFICATIVA.....	3
1.4	METODOLOGIA.....	4
1.4.1	IDENTIFICAÇÃO DA FONTE DOS DADOS.....	4
1.4.2	COLETA DOS DADOS.....	5
1.4.3	TRATAMENTO DOS DADOS.....	6
2	REVISÃO TEÓRICO-EMPÍRICA.....	6
2.1	ESTRUTURA DE CAPITAL.....	6
2.1.1	CAPITAL PRÓPRIO.....	8
2.1.2	CAPITAL DE TERCEIROS.....	8
2.2	CUSTO DE CAPITAL.....	8
2.2.1	CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO.....	9
2.2.2	CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS.....	10
2.2.3	CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL.....	11
2.3	ESTRUTURA ÓTIMA DE CAPITAL.....	13
2.4	FONTES DE FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO.....	15
2.4.1	AS CONDIÇÕES DA OFERTA DE CRÉDITO.....	20

2.5	REGIME TRIBUTÁRIO E O IMPOSTO DE RENDA SOBRE OS LUCROS DAS EMPRESAS.....	22
2.6	ENDIVIDAMENTO E VALOR DA EMPRESA.....	24
2.7	ANÁLISE ECONÔMICA E FINANCERA.....	25
2.7.1	INDICADORES SELECIONADOS.....	26
2.7.1.1	INDICADORES DE ESTRUTURA DE CAPITAL.....	27
2.7.1.2	INDICADORES DE RENTABILIDADE.....	32
3	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	34
4	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	49
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	57

ANEXOS :

ANEXO I

SÍNTESE DAS FONTES DE CUSTO DE FINANCIAMENTO DE CAPITAL PRÓPRIO

ANEXO II

ATIVIDADES E EMPRESAS INDUSTRIAIS

ANEXO III

ENDIVIDAMENTO E RESULTADO DAS EMPRESAS INDUSTRIAIS EM 2004

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1-	PERCENTUAL DA RECEITA LÍQUIDA NO TOTAL DA AMOSTRA.....	34
QUADRO 2-	INDICADORES DA ESTRUTURA DE CAPITAL.....	35
QUADRO 3-	PARTICIPAÇÃO DAS FONTES DE RECURSOS NA ESTRUTURA DE CAPITAL.....	38
QUADRO 4-	ÍNDICE DE LIQUIDEZ CORRENTE.....	41
QUADRO 5-	INDICADORES DE RENTABILIDADE.....	43
QUADRO 6-	VARIAÇÃO DA RECEITA LÍQUIDA E DO LUCRO LÍQUIDO 2003-2004.....	47
QUADRO 7-	INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO E ESTRUTURA DE CAPITAL-ATIVIDADES SELECIONADAS.....	50
QUADRO 8-	INDICADORES DE DESEMPENHO ECONÔMICO –ATIVIDADES SELECIONADAS.....	51

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1- ESTRUTURA DE CAPITAL E ESTRUTURA FINANCEIRA.....	7
FIGURA 2- PARTICIPAÇÃO DE CAPITAL DE TERCEIROS-PCT.....	36
FIGURA 3- ENDIVIDAMENTO ONEROSO LÍQUIDO E CAPITAL PRÓPRIO-EOL.....	37
FIGURA 4- COMPOSIÇÃO DO ENDIVIDAMENTO-CE.....	40
FIGURA 5- IMOBILIZAÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO-IPL.....	40
FIGURA 6- LIQUIDEZ CORRENTE-LC.....	42
FIGURA 7- RENTABILIDADE SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO-RPL.....	44
FIGURA 8- RENTABILIDADE SOBRE A RECEITA LÍQUIDA-RRL.....	44
FIGURA 9- LUCRO DA ATIVIDADE SOBRE A RECEITA LÍQUIDA-LRL.....	45

RESUMO

Este trabalho aborda um tema central da literatura sobre finanças corporativas, relacionando as decisões de financiamento e de investimento empresarial de longo prazo no sentido da configuração da estrutura ótima de capital. Neste estudo, essa estrutura ótima é função do custo de capital, considerado em termos de custo de capital próprio e custo de capital de terceiros. O Objetivo de um menor custo de capital resultante da composição ótima entre capital próprio e capital de terceiros determina o custo médio ponderado de capital. No contexto de custos e fontes de financiamento, este trabalho discute as condições da oferta de crédito no país, as fontes de financiamento de longo prazo disponíveis ao investimento empresarial e a relação entre endividamento e valor da empresa sob diferentes regimes tributários. O estudo de caso apresentando uma análise da estrutura de financiamento e do desempenho econômico de 112 grandes empresas do setor industrial brasileiro procura verificar a correspondência entre os postulados das teorias que sustentam a estrutura ótima de capital e as evidências empíricas demonstradas pelos indicadores levantados na análise econômico-financeira. Em conclusão, são apresentadas as condições especiais de conjuntura da economia em que se verificou a evolução dos indicadores selecionados, apresentando razões de ordem técnica e teórica que sustentam a prática das teorias de estrutura de capital pelas grandes empresas brasileiras.

1 INTRODUÇÃO

Este trabalho se constitui em uma verificação empírica da composição do financiamento de 112 grandes empresas do setor industrial brasileiro no período de 2003 a 2004, através da aplicação das técnicas da análise econômico-financeira. A origem dos dados utilizados no trabalho é o estudo “Endividamento e Resultado do Setor Industrial em 2004”, cuja fonte e metodologia aplicada estão identificadas a seguir.

As informações levantadas procuram estabelecer qual a estrutura de capital, a situação financeira e o desempenho econômico por segmento de atividade, sob um cenário de conjuntura econômica de aceleração do crescimento observado no período em análise, comparativamente ao desempenho de anos recentes. Essa conjuntura favorável se materializou nos resultados das empresas brasileiras em 2004, que registraram importante elevação do nível de lucros. Tal desempenho se torna ainda mais relevante ao se considerar o grupo de empresas objeto do presente estudo, constituído por grandes empresas de capital aberto, com expressivo peso relativo no conjunto das atividades empresariais da economia brasileira.

A discussão desenvolvida na revisão bibliográfica diz respeito às decisões de investimento e de financiamento na composição da estrutura ótima de capital, sendo esta função do custo de capital. No financiamento de longo prazo, e devido à existência de benefícios fiscais sobre o endividamento, as empresas utilizam capital de terceiros com o fim de elevar a rentabilidade sobre o investimento, elevando com isso o valor da empresa. Empiricamente se verifica que esse padrão de financiamento é observado em função do

setor de mercado, do porte das empresas, das oportunidades de negócios e das condições da oferta de crédito, conforme se abordará neste trabalho.

A questão central, isto é, o problema a ser abordado neste trabalho se inscreve no campo das decisões de investimento e de financiamento da empresa, neste estudo de caso um conjunto de empresas representativo da grande indústria nacional. A questão pode ser explicitada da seguinte forma: qual é a estrutura de financiamento dessas grandes empresas e qual o resultado em termos de desempenho econômico das decisões de capital?

Nesta introdução estão contempladas acima a apresentação do tema e a formulação do problema objeto do estudo. Os objetivos, a justificativa e a metodologia utilizada no tratamento dos dados pesquisados estão explicitados na seqüência.

Na Seção 2 (Revisão Teórico-Empírica), a exposição fundamenta a teoria de base em que se sustenta este projeto técnico, a partir do conceito de estrutura de capital, distinguindo o capital próprio e o capital de terceiros na estrutura financeira da empresa. Na seqüência se aborda a definição de custo de capital, distinguindo-se igualmente o custo de capital próprio, o custo de capital de terceiros e o custo médio ponderado de capital. A partir dessas definições se abordará o conceito de estrutura ótima de capital, a identificação das fontes de financiamento de longo prazo e as condições em que se dá a oferta de crédito no Brasil. Insere-se na discussão dessas questões uma análise acerca do impacto do imposto de renda sobre os lucros das empresas no contexto de diferentes regimes tributários. Completa-se o quadro teórico com uma análise sobre a relação entre endividamento e valor da empresa. Finalizando a revisão bibliográfica na Seção 2, o tópico 2.7 aborda a base

teórica da análise econômico-financeira e a definição dos indicadores de estrutura de capital e de rentabilidade.

A apresentação e a análise dos indicadores é realizada na Seção 3. As considerações finais deste projeto estão contempladas na Seção 4.

1.1 OBJETIVO GERAL

Apresentar uma análise da estrutura de capital e financeira de uma seleção de grandes empresas representativas do setor industrial brasileiro.

1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Verificar a composição da estrutura de capital;
- Verificar o desempenho econômico e financeiro comparativamente no período 2003-2004;
- Analisar a correspondência entre a verificação empírica e a teoria de base relacionada à estrutura ótima de capital.

1.3 JUSTIFICATIVA

A expectativa primordial do presente projeto de pesquisa é de contribuir para a difusão de um tema central da análise das finanças corporativas, com uma aplicação prática

dos pressupostos teóricos da estrutura de capital, destacando a relevância para a economia do país do grupo empresarial estudado.

As decisões de capital das grandes empresas industriais objeto do estudo se constituem em fator de importância crucial para os objetivos de crescimento econômico do país. Os efeitos das decisões de investimento e de financiamento dessas empresas não se circunscrevem somente ao âmbito da firma ou da indústria. Essas decisões influem fortemente no próprio nível do investimento agregado do país, variável fundamental para o crescimento econômico e, conseqüentemente, para a expansão dos negócios.

1.4 METODOLOGIA

Este trabalho se constitui em uma investigação explicativa cujo objetivo é interpretar dados relativos à estrutura de capital, situação financeira e desempenho econômico de um grupo selecionado de empresas do setor industrial brasileiro no período 2003 a 2004.

A abordagem do trabalho segue a orientação de estudo de caso, cujo embasamento teórico requerido se expôs através de pesquisa bibliográfica.

1.4.1 IDENTIFICAÇÃO DA FONTE DOS DADOS

Os dados secundários analisados neste trabalho foram extraídos do estudo “Endividamento e Resultado das Empresas Industriais em 2004” (ANEXO III), publicado

em abril de 2005 pelo IEDI – Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, entidade privada criada em 1989, cujo objetivo é a realização de estudos relacionados ao desenvolvimento da indústria nacional.

As pesquisas realizadas pelo instituto abrangem uma pluralidade de áreas temáticas destacando-se, além dos estudos voltados especificamente para o setor, a formulação e recomendação de políticas de reforma e aperfeiçoamento em áreas como integração comercial, competitividade, educação, estrutura tributária, financiamento do desenvolvimento econômico, políticas de desenvolvimento regional e de apoio à micro e pequena empresa, políticas de apoio à inovação tecnológica e demais temas relacionados ao esforço de desenvolvimento econômico nacional.

Com sede na cidade de São Paulo e patrocinado por 45 grandes empresas do setor industrial, as publicações do IEDI são referência para instituições de pesquisa públicas e privadas, órgãos da administração pública, instituições de ensino e imprensa em geral.

1.4.2 COLETA DOS DADOS

As informações contidas neste trabalho se referem a um conjunto de 112 grandes empresas de capital aberto do setor industrial brasileiro cujas demonstrações financeiras são auditadas segundo as regras da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, constituindo uma amostra de grande expressão do setor econômico analisado.

Os dados apresentados foram extraídos das demonstrações financeiras e consolidados segundo grupos de indicadores de estrutura de capital, situação financeira e desempenho econômico. Os dados do setor foram agregados em 23 grupos de atividade econômica.

1.4.3 TRATAMENTO DOS DADOS

As informações agregadas foram organizadas em quadros segundo a categoria de indicadores: estrutura de capital, endividamento, liquidez e rentabilidade.

A discussão das informações seguiu a orientação aplicada às técnicas da análise vertical e horizontal convencionalmente utilizadas, a avaliação econômico-financeira por atividade e para o setor como um todo, destacando o valor intrínseco dos resultados apurados em termos de situação presente e projetando possíveis tendências.

2 REVISÃO TEÓRICO-EMPÍRICA

2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL

Estrutura de capital é definida como a combinação de todas as fontes de financiamento de longo prazo, dívida ou capital próprio, utilizada por uma empresa. (LEMES JÚNIOR, 2002, p. 233).

A distinção que se faz ao longo prazo na definição de estrutura de capital diz respeito à orientação estratégica das decisões de investimento e de financiamento. Na gestão de curto prazo, as decisões envolvem alternativas de financiamento de ativos

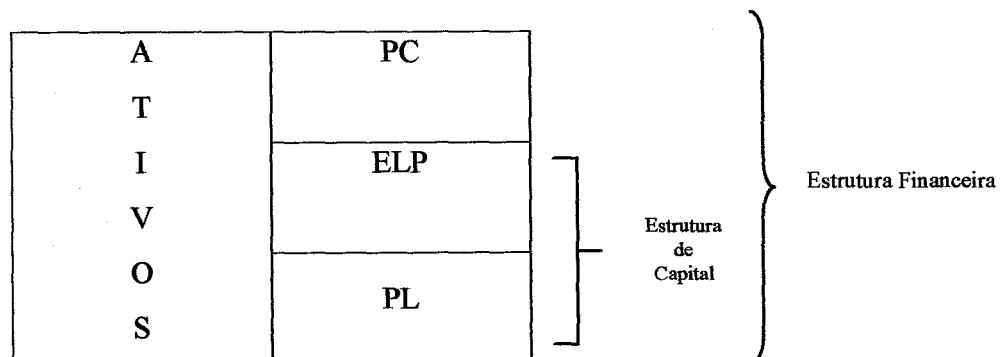
correntes, cujas considerações em termos de custos e riscos, mais flexíveis, são de natureza diversa, correspondente ao nível operacional da empresa. (WESTON & BRIGHAM, 2002, p. 481)

A determinação da estrutura de capital se constitui em um processo decisório constante, regido pelo ambiente dos negócios, subordinado preponderantemente ao custo de capital. (LEMES JÚNIOR, 2002, p. 225).

O objetivo de obtenção de um menor custo de capital, dadas as condições dinâmicas dos mercados, é função fundamental da gestão estratégica, e que se relaciona diretamente com a maximização do valor da empresa, conforme se abordará no desenvolvimento deste trabalho.

A Figura 1 identifica a estrutura financeira e a estrutura de capital no passivo do balanço patrimonial. A estrutura financeira abrange a totalidade do passivo, os recursos de curto e longo prazos que financiam a totalidade dos ativos, incluindo ativos de curto prazo. A estrutura de capital, o capital próprio e o capital de terceiros de longo prazos, deve financiar o ativo imobilizado.

Figura 1 – Estrutura de Capital e Estrutura Financeira



Fonte: GITMAM & MADURA, 2003, p.344

2.1.1 CAPITAL PRÓPRIO

Capital próprio de uma empresa é constituído pelos recursos oriundos dos acionistas. A composição desse capital pode assumir configurações envolvendo a participação de ações ordinárias, ações preferenciais e lucros retidos.

2.1.2 CAPITAL DE TERCEIROS

Capital de terceiros pode ser definido como o endividamento da empresa. Ou seja, são os recursos onerosos, que exigem remuneração de juros e pagamento do principal.

2.2 CUSTO DE CAPITAL

Segundo LEMES JÚNIOR (2002, p. 209), custo de capital é definido como o retorno exigido pelos acionistas ou financiadores por investirem capital na empresa. Para os acionistas, é a taxa de retorno auferida sobre os projetos de investimento, ou o custo, para a empresa, exigido pelos fornecedores de capital do mercado. (GITMAM & MADURA, 2003, p. 318).

De modo geral, alguns fatores são apontados como fundamentais na determinação do custo de capital. LEMES JÚNIOR (op.cit. p. 48), relaciona os seguintes: a) as condições gerais da economia; b) as condições de mercado; c) as decisões operacionais e financeiras da empresa; d) o volume de recursos a serem financiados para os projetos de investimento. O ambiente econômico, isto é, as condições dinâmicas do nível de atividade na economia e,

logo, a existência ou não de desequilíbrios macroeconômicos influenciam de forma importante a oportunidade dos negócios. Das condições de mercado da empresa e de suas decisões operacionais deriva a percepção do risco na formação do custo de capital.

Os fatores acima resumidos compõem o quadro de referência das considerações entre risco e retorno na determinação do custo de capital. No plano do ambiente econômico geral as condições de risco e retorno das decisões de capital são influenciadas pelo estado das expectativas dos agentes (SOUZA & CLEMENTE, 2004, p. 29). No plano empresarial, as considerações quanto ao nível de exposição ao risco e, conseqüentemente, quanto ao custo de capital decorrente das decisões de investimento e de financiamento, envolvem a distinção entre o risco do negocio e o risco financeiro. O risco do negócio diz respeito aos aspectos operacionais da empresa. O risco financeiro deriva do grau de participação de capital de terceiros no financiamento dos negócios da empresa.

2.2.1 CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

Segundo LEMES JÚNIOR (2002, p. 215), custo de capital próprio é definido como o retorno mínimo exigido pelos acionistas no financiamento de longo prazo da empresa. O autor expressa de forma genérica esse custo de capital de acordo com a seguinte formulação:

$$Kp = d / Cp$$

onde:

Kp = Custo de capital próprio

d = dividendos

Cp = Capital próprio

A análise subjacente à definição do custo de capital próprio considera que o retorno esperado pelos acionistas deve ser superior ao custo de oportunidade, representado pelo retorno da melhor alternativa de aplicação de recursos disponível desprezada (SOUZA & CLEMENTE, 2004, p. 22-26). Segundo os autores, esse custo deriva da percepção de diferentes níveis de risco e de retornos avaliados entre alternativas de investimento, sob a perspectiva de um retorno mínimo dado pela taxa mínima de atratividade (TMA). Esta é a taxa de juros que deixa de ser obtida na melhor aplicação disponível para o capital próprio, ou é a menor taxa de juros devida quando recursos de terceiros são empregados.

Custo de capital próprio é expresso em termos de fontes específicas: custo de capital das ações ordinárias; custo dos lucros retidos; custo de novas ações ordinárias; custo das ações preferenciais (LEMES JÚNIOR, 2002, p. 216). O Anexo I ao final do trabalho apresenta sumariamente os conceitos formais desses custos.

2.2.2 CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS

Custo de capital de terceiros é explícito, e representado pelo custo da dívida no financiamento de longo prazo da empresa, deduzido da alíquota do imposto de renda. Esta dedução constitui o benefício fiscal de abatimento dos juros no imposto de renda a pagar da empresa.

Segundo LEMES JÚNIOR (op.cit. p.212), o custo de capital de terceiros é expresso pela seguinte formulação:

$$K_T = J / CT \text{ onde:}$$

$$K_T = \text{Custo de capital de terceiros}$$

$$J = \text{Juros}$$

$$CT = \text{Capital de terceiros}$$

Como esse custo é apurado após o imposto de renda, a formulação abaixo rearranja a relação entre os termos:

$$K_T = J(1 - IR) / CT$$

onde:

$$IR = \text{Aliquota do imposto de renda}$$

Ainda segundo o autor (2002, p. 212), há duas razões básicas para que, por definição, o custo de capital de terceiros seja menor que o custo de capital próprio. Uma delas decorre da maior exposição ao risco assumido pelo capital próprio. A segunda enuncia que só há racionalidade na participação de capital de terceiros no financiamento total se isto reduzir o custo de capital para a empresa. Esta questão será abordada na seqüência.

Uma modalidade particular de captação de recursos de terceiros disponível para as grandes empresas é o lançamento de debêntures no mercado. Da mesma forma que os empréstimos e financiamentos contraídos junto a bancos ou instituições de fomento, o custo de capital das debêntures é obtido após o imposto de renda, líquido de deságio e despesas de lançamento.

2.2.3 CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL – CMPC

Define-se o CMPC como a média ponderada dos custos correspondentes à dívida após o imposto de renda, e do custo do capital próprio no financiamento da empresa.

A apuração do CMPC está associada à composição da estrutura de capital e é calculado ponderando-se o custo de cada fonte específica de capital pela sua participação relativa na estrutura de capital da empresa.

Recorre-se à exposição genérica de GITMAM & MADURA (2003, p. 328), para uma caracterização formal do cálculo do CPMC. Com ligeiras alterações na notação original utilizada pelos autores a expressão formal do conceito é dada pela equação abaixo, supondo uma estrutura de capital composta por dívida de longo prazo, ações preferenciais e ações ordinárias:

$$CPMC = (W_i \times K_i) + (W_p \times K_p) + (W_o \times K_o)$$

onde:

(W_i x K_i) = Proporção percentual da dívida de longo prazo na estrutura de capital (W_i), multiplicada pelo custo da dívida (K_i) após o imposto de renda

(W_p x K_p) = Proporção percentual das ações preferenciais na estrutura de capital (W_p), multiplicada pelo custo das ações preferenciais (K_p)

(W_o x K_o) = Proporção percentual das ações ordinárias na estrutura de capital (W_o), multiplicada pelo custo das ações ordinárias (K_o)

A análise subjacente à definição de CMPC evidencia que a empresa financia seus projetos de investimento com a participação de capital de terceiros. Considerando que esses projetos devam obter retornos suficientes para atender a rentabilidade esperada sobre o capital próprio e cobrir o custo de capital de terceiros, o CMPC se constitui em referência

para a empresa no estabelecimento da taxa mínima de atratividade para seus projetos de investimento. Segundo SOUZA & CLEMENTE (2002, p. 156), ao se financiar com capital de terceiros, a TMA da empresa não pode ser inferior ao custo desses recursos, impondo-se que a rentabilidade dos projetos no mínimo se iguale ao custo de capital de terceiros. Dessa observação decorre que quanto mais elevado o nível do endividamento, a alavancagem financeira, tanto mais se impõe que o retorno esperado seja maior que o custo dos capitais externos. Essa questão será explorada no tópico seguinte e na análise econômico-financeira na seqüência.

2.3 ESTRUTURA ÓTIMA DE CAPITAL

A estrutura ótima de capital concilia, através da combinação de dívida e capital próprio, os objetivos de maximização do valor da empresa (riqueza dos acionistas) e a minimização do custo de capital.

Para WESTON & BRIGHAN (2000, p. 658), à medida que o ambiente dos negócios e as expectativas dos agentes variam, o objetivo estratégico de se estabelecer uma estrutura ótima de capital envolve considerações acerca do risco e do retorno que envolvem as decisões quanto à participação de capital próprio e de endividamento na estrutura de capital. Ao elevar o nível do endividamento a empresa eleva a percepção de risco por parte dos agentes externos quanto à sua capacidade de gerar ganhos para a cobertura de juros e pagamento do principal. De outro lado, ao reduzir o custo de capital através do endividamento na composição ótima de capital, a empresa eleva o retorno esperado,

elevando a riqueza dos acionistas. Esse nível ótimo entre risco e retorno define a estrutura ótima de capital.

LEMES JÚNIOR (2002, p. 236), lista um conjunto de fatores determinantes na composição da estrutura ótima de capital. De forma resumida, são:

- 1 - Risco de negócio - pode ser resumido como a capacidade de performance da empresa em termos de receitas, custos, lucros e geração de caixa;
- 2 - Risco financeiro – interpretado como o grau de risco de insolvência;
- 3 - Posição tributária da empresa ante o benefício fiscal de abatimento das despesas com juros;
- 4 - Condição dos agentes – restrições de agentes internos ou externos às decisões de capital da empresa;
- 5 - Informações ao mercado – o grau de transparência das informações ao mercado;
- 6 - Sincronia na administração de caixa relativamente às entradas e vencimentos das obrigações;
- 7 - Vontade do acionista controlador.

À exceção dos fatores relacionados com a condição dos agentes e com a vontade do acionista controlador, os demais fatores podem ser considerados como indicadores objetivos tanto para a empresa como para os agentes externos, o mercado, na avaliação das decisões de investimento e de financiamento da empresa.

O autor (op. cit. p. 208) destaca a realidade das decisões de capital no Brasil, ressaltando a importância da estrutura de capital para as empresas, que se deparam com

escassas linhas de financiamento de longo prazo, limitadas basicamente às ofertadas pelo BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - e ao crédito às exportações. Apesar dessas limitações o autor defende que a estrutura ótima de capital “é um conceito a ser aprendido e utilizado”. E acrescenta: “A empresa não sabe ao certo como obtê-la, mas entende claramente que a estrutura de capital não deve ser muito conservadora, porque se não assumir risco financeiro a empresa não terá como maximizar seu valor para o acionista”. Quanto ao nível do endividamento o autor argumenta que não há um padrão ou limite para o endividamento: “Na prática, a empresa acaba sendo orientada pelo grau de dificuldades que encontra em seu fluxo de caixa e no acesso a crédito e ao mercado de capitais”. (LEMES JÚNIOR, 2002, p. 242)

2.4 FONTES DE FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO

O financiamento de longo prazo no Brasil se dá basicamente através das linhas de crédito do BNDES, do lançamento de debêntures por poucas e grandes empresas e pelas operações de leasing – arrendamento mercantil. O interesse deste trabalho neste tópico é destacar, por sua relevância, o papel do BNDES na disponibilização de crédito de longo prazo para os setores produtivos da economia. As operações de leasing mais utilizadas serão abordadas em seus aspectos principais.

O BNDES, ex-autarquia federal criada em 1952 (Lei Nº 1.628, 20/07/1952), foi enquadrado como uma empresa pública federal, com personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio, pela Lei Nº 5.662, de 21/06/1971. O banco é vinculado ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior e tem como objetivo apoiar

empreendimentos que contribuam para o desenvolvimento do país. Desta ação resultam a melhoria da competitividade da economia brasileira e a elevação da qualidade de vida da sua população.

Suas linhas de apoio contemplam financiamentos de longo prazo e custos competitivos (TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo), para o desenvolvimento de projetos de investimentos e para a comercialização de máquinas e equipamentos novos, fabricados no país, bem como para o incremento das exportações brasileiras. Contribui, também, para o fortalecimento da estrutura de capital das empresas privadas e desenvolvimento do mercado de capitais.

As operações de apoio financeiro e os programas do BNDES atendem às necessidades de investimentos das empresas de qualquer porte e setor, estabelecidas no país. A parceria com uma rede de instituições financeiras (instituições financeiras autorizadas) permite a disseminação do crédito, possibilitando um maior acesso aos recursos do banco.

As linhas de crédito do BNDES estão subordinadas normativamente às “Políticas Operacionais do BNDES”, e operadas pelo próprio banco e suas duas empresas subsidiárias: FINAME – Agência Especial de Financiamento Industrial – e BNDESPAR – BNDES Participações S/A..

O BNDESPAR realiza programas de capitalização com operações de integralização e subscrição de valores mobiliários (ações, debêntures, bônus de subscrição, opções e

demais produtos derivativos e cotas de fundos mútuos fechados), e concessão de aval em empréstimos internos e externos.

As linhas de crédito operadas através do FINAME se destinam à aquisição isolada de máquinas e equipamentos novos, de fabricação nacional. Essas linhas contemplam condições específicas enquadradas nas seguintes categorias:

- a) FINAME AGRÍCOLA : financiamentos para aquisições em projetos agrícolas e agroindustriais;
- b) FINAME LEASING : projetos de financiamentos à sociedades arrendadoras com disponibilização simultânea do bem à arrendatária;
- c) FINAME CONCORRÊNCIA INTERNACIONAL: projetos de financiamentos que demandem condições compatíveis em relação ao mercado internacional (programa de apoio às empresas que participam de concorrências internacionais).

Os financiamentos de até R\$ 10 milhões (dez milhos de reais), capital de giro inclusive, para realização de projetos de implantação, expansão e modernização, incluída a aquisição de máquinas e equipamentos novos, de fabricação nacional, são realizadas sob o programa BNDESAutomático pelas instituições financeiras autorizadas. Projetos com valores superiores àquele, com as mesmas características, são atendidos pelo programa FINEM diretamente pelo BNDES ou, a critério do banco, através das instituições financeiras autorizadas.

As operações do BNDES prevêem condições específicas de custos (TJLP), prazos, nível de participação nos financiamentos e garantias, oferecendo condições diferenciadas em função da natureza do projeto, região, porte das empresas e setores assistidos por linhas especiais. Incluem uma grande variedade de programas especiais de apoio a inúmeras atividades.

Para dar sustentação às suas operações o BNDES demanda recursos em condições adequadas às suas finalidades. As particularidades da oferta de crédito no país, concentrada no curto prazo, conduziram os governos à busca de soluções alternativas de captação de recursos para apoiar projetos de investimento de longo prazo, na forma de constituição de fundos. Os fundos administrados pelo banco são:

- Fundo Nacional de Desenvolvimento – FND. Constituído com a finalidade de prover recursos para investimentos de capital em infraestrutura pública e ao setor privado.
- Fundo PIS / PASEP.
- Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT. Constituído com recursos dos programas PIS/PASEP.

O BNDES opera também com recursos próprios e com recursos captados através de lançamento de bônus e de instituições multilaterais de fomento.

As condições de acesso às linhas de financiamento e programas do BNDES variam em função da natureza do projeto, do porte da empresa e da sua localização.

A classificação quanto ao porte das empresas, aplicável à indústria, comércio e serviços, obedece ao critério da receita operacional bruta anual ou anualizada. Os atuais parâmetros são:

- Microempresas: receita operacional bruta até R\$ 1.200 mil (um milhão e duzentos mil reais);
- Pequenas empresas: receita operacional bruta superior a R\$ 1.200 mil (um milhão e duzentos mil reais) e inferior ou igual a R\$ 10.500 mil (dez milhões e quinhentos mil reais);
- Médias empresas: receita operacional bruta superior a R\$ 10.500 mil (dez milhões e quinhentos mil reais) e inferior ou igual a R\$ 60 milhões (sessenta milhões de reais);
- Grandes empresas: receita operacional bruta superior a R\$ 60 milhões (sessenta milhões de reais).

Relativamente às operações de leasing, existem no Brasil dois tipos básicos: o leasing operacional e o leasing financeiro. (BLATT, 1998, p. 32)

No leasing financeiro, também denominado como leasing bancário (DI AGUSTINI, 1999, p. 25), uma instituição financeira, a arrendadora, adquire o bem de um fornecedor e o

aluga à empresa usuária desse bem, a arrendatária, através de um contrato de arrendamento mercantil. Ao término do contrato a arrendatária poderá optar pela devolução do bem, pela renovação do contrato ou exercer a opção de compra do bem contra o pagamento do valor residual. Neste caso normalmente o valor residual é financiado e pago durante a vigência do contrato.

O lease-back, modalidade de leasing financeiro (LEMES JÚNIOR, 2002, p. 280), consiste em uma operação de venda de bens de capital de propriedade de uma empresa a um agente financeiro, o arrendador, que arrenda esses ativos ao próprio fornecedor (vendedor) dos bens. Ao final do contrato o arrendatário poderá exercer a opção de compra, renovar o contrato ou devolver os bens. Essa operação tem a finalidade básica de gerar recursos financeiros para a empresa vendedora dos bens.

Na modalidade de leasing operacional a empresa fabricante arrenda diretamente o bem ao arrendatário, que pode rescindir o contrato durante o período de arrendamento e não tem a opção de compra ao final do contrato. Para o fornecedor a recuperação do valor investido se dá pela renovação do contrato ou pela venda do bem pelo valor de mercado. (LIMA & DI AGUSTINI, 2001, p. 24)

2.4.1 AS CONDIÇÕES DA OFERTA DE CRÉDITO

O financiamento de longo prazo das atividades empresariais se dá através de capitais próprios – lucros retidos, ações ordinárias e ações preferenciais – ou de capital de terceiros – o endividamento. Neste tópico se pretende apresentar uma análise de caráter

geral das condições da oferta de crédito de longo prazo no mercado financeiro, através de uma breve abordagem histórica da realidade da intermediação do crédito no Brasil.

LEMES JÚNIOR (2002, p. 256) destaca o protagonismo exercido pelos sucessivos governos na absorção da poupança da economia, decorrente do estado de desequilíbrio sistêmico das finanças públicas no Brasil. Os recorrentes déficits orçamentários, absorvendo a poupança interna, e as necessidades de financiamento para fazer frente às obrigações externas no contexto de quadros de instabilidade inflacionária, vêm condicionando a manutenção de uma política monetária restritiva ao crescimento sustentado, materializada nas elevadas taxas de juros vigentes na economia brasileira. Esse fator é preponderante na determinação de um custo de capital incompativelmente elevado em um cenário onde prevalece a competitividade em âmbito global. Somente grandes empresas reconhecidas internacionalmente escapam às restrições do crédito interno, através de operações no mercado financeiro internacional.

A captação da poupança das famílias e dos recursos gerados na economia pela atividade empresarial para o financiamento da dívida pública tem como consequência a redução do volume de recursos que em condições de estabilidade estrutural das contas públicas seriam canalizados ao crédito para os setores produtivos através da intermediação financeira.

O setor público, na condição de principal tomador de crédito, ao estabelecer a remuneração pela colocação de seus títulos (política monetária), estabelece patamares a partir dos quais são formadas as taxas de juros praticadas no mercado financeiro. E das

condições históricas de custos, de prazos e da percepção de risco em que se realiza o financiamento do setor público decorrem as condições de oferta de crédito aos setores produtivos, às quais se adicionam ainda os custos e spreads do sistema bancário.

O quadro descrito reconhecidamente condiciona a funcionalidade da intermediação financeira no Brasil. O mercado de capitais, que vem apresentando importante crescimento nos anos recentes, ainda pouco pulverizado, não alcança um contingente relevante de potenciais investidores. A colocação de títulos privados, notadamente debêntures, é restrita relativamente a poucas empresas. De outro lado, o sistema bancário comercial privado, cujos ativos estão concentrados em poucas instituições, opera em condições altamente restritivas na oferta de crédito de longo prazo, fato que decorre determinadamente da virtual inexistência de provedores internos de recursos (funding) aplicados a longo prazo, indisponíveis igualmente ao seguimento dos bancos de investimento que, na origem, desempenhariam funções relevantes na mobilização de recursos destinados à capitalização das empresas. Os bancos oficiais, notadamente o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, operam nos mesmos mercados e condições dos bancos comerciais privados e como agentes financeiros executores de programas do governo, principalmente créditos à agricultura, habitação/infraestrutura, respectivamente.

2.5 REGIME TRIBUTÁRIO E O IMPOSTO DE RENDA SOBRE OS LUCROS DAS EMPRESAS

A existência de capitais externos na estrutura de financiamento das empresas possibilita a utilização dos benefícios fiscais decorrentes da remuneração desses capitais,

constituindo um estímulo ao endividamento. O ganho fiscal decorrente da dedução dos juros sobre os lucros é dado pelo produto das despesas com juros pela alíquota do imposto, cujo resultado corresponde ao montante de impostos sobre os lucros que deixam de ser pagos.

Segundo BRIGHAM & HOUSTON (apud BARBOSA, 2003, p. 11), as peculiaridades existentes na legislação do imposto de renda no Brasil são fatores a serem considerados nas decisões de capital das empresas. A Lei Nº 9.430/91, e suas alterações, disciplina sobre a forma de apuração dos lucros segundo três tipos de regimes tributários: o regime tributário sobre o lucro real; o regime tributário sobre o lucro presumido; e o regime tributário abrangido pelo SIMPLES – Sistema Integrado de Pagamento de Impostos e Contribuições das Microempresas e Empresas de Pequeno Porte.

Pelo regime do **lucro real** o resultado do período (lucro ou prejuízo) é apurado de acordo com as técnicas e normas contábeis e ajustado por adições, exclusões e compensações definidas pela legislação do imposto de renda. O recolhimento dos tributos incidentes pode ser realizado mensalmente por estimativa do lucro real e ajustes no balanço anual. Alternativamente, os resultados definitivos podem ser levantados trimestralmente, consolidados em balanços nos meses de março, junho, setembro e dezembro.

No regime do **lucro presumido** os tributos são recolhidos mensalmente, sem exclusões ou compensações de despesas na apuração dos lucros. A base de cálculo é definida por um percentual variável em função do ramo de atividade, aplicado sobre a receita bruta.

No regime **SIMPLES** todos os tributos são recolhidos em documento único, incluindo-se imposto e contribuição social sobre lucros. Independentemente de lucros ou prejuízos, o valor devido é apurado pela aplicação de alíquota sobre a receita bruta mensal auferida.

Observa-se claramente que as decisões de capital, no caso, a decisão de endividamento, é independente no regime tributário do lucro presumido e no sistema **SIMPLES**, pois os tributos são calculados com base na receita bruta, sem dedução dos juros sobre capitais de terceiros, bem como exclui as deduções proporcionadas pelas operações de leasing (arrendamento mercantil), que vêm ganhando importância crescente nas atividades empresariais nos últimos anos.

2.6 **ENDIVIDAMENTO E VALOR DA EMPRESA**

De acordo com ROSS, WESTERFIELD & JAFFE (op. cit. p. 14), enquanto a possibilidade de utilização dos benefícios fiscais age como incentivo ao endividamento, um índice de endividamento elevado tem efeito limitador a novos ingressos de capitais externos no financiamento da empresa devido à percepção da elevação do risco financeiro. Segundo os autores os custos desses novos ingressos carregariam **custos de dificuldades financeiras**.

Para MYERS (op. cit. p. 14), os **custos de dificuldades financeiras** incluem custos de falência (legais e administrativos), custos de agência, custos de risco moral,

custos de monitoração e de contratação. Segundo o autor, esses custos reduzem o valor da empresa à medida que se eleva o endividamento e defende um nível de participação de capitais de terceiros dado pelo “índice de endividamento ótimo da firma [...] determinado pelas compensações (tradeoff) entre custos e benefícios do empréstimo, mantendo-se constantes os ativos e planos de investimento da firma”.

A determinação do nível de endividamento ótimo é tema controverso na literatura de finanças. Na realidade brasileira, segundo LEMES JÚNIOR (2002, p. 242), o endividamento é definido pelas restrições impostas no nível da administração de caixa das empresas. Ainda que diante dessas limitações, o autor argumenta que a empresa não deve ser conservadora nas decisões de financiamento com capitais externos, pois isto implica que ela não estará maximizando seu valor.

Para VAN HORNE (apud BARBOSA, p. 21), o valor da empresa pode ser determinado através do somatório dos valores presentes dos fluxos de caixa futuros (retornos) esperados da empresa, descontados ao custo médio ponderado de capital – CMPC. Quanto menor esse custo maior o valor da empresa, enquanto inalterados permanecerem os fluxos de caixa. Depreende-se que o valor da empresa é função das decisões de investimento. O endividamento determina como esse valor é afetado.

2.7 ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA

A análise econômico-financeira é um método de entendimento da situação da empresa em seus aspectos patrimoniais, financeiros e de rentabilidade, com base nas demonstrações financeiras, balanço patrimonial e demonstrações de resultados.

Segundo PADOVEZE (2000, p. 147), esse método utiliza índices que devem evidenciar a situação econômica e financeira de uma empresa em um dado momento e que permitam igualmente estabelecer inferências quanto às conseqüências futuras para a empresa a permanecerem as evidências demonstradas pelos índices. A análise através de índices, ao possibilitar um diagnóstico geral daqueles aspectos, é o método mais utilizado pelos analistas. (RIBEIRO, 1999, p. 132)

Aspecto relevante na análise através de índices e que se destaca ante aos objetivos deste trabalho é a possibilidade de se comparar os índices de empresas que atuam em um mesmo mercado. O levantamento dessas informações é crucial em um ambiente competitivo ao possibilitar a comparação de padrões de desempenho entre empresas concorrentes.

2.7.1 INDICADORES SELECIONADOS

De acordo com MATARAZZO (1998, p. 151), o relevante na análise através de indicadores não está na quantidade de índices levantados, mas sim na integração de um conjunto de índices que permita uma avaliação pertinente para que se conheça determinada empresa. Esses índices devem ser selecionados de forma a evidenciar a situação econômica (índices de rentabilidade) e situação financeira (índices de estrutura de capital e índices de liquidez).

2.7.1.1 INDICADORES DA ESTRUTURA DE CAPITAL

Os índices deste grupo, segundo MATARAZZO (op. cit. p. 157), evidenciam as grandes linhas das decisões financeiras. Ou seja, as decisões em termos de obtenção e aplicação de recursos, próprios e de terceiros.

Índice de participação de capitais de terceiros (Endividamento) – PCT

Este índice relaciona as duas grandes fontes de recursos da empresa, capital próprio e capital de terceiros, indicando o quanto foi tomado junto a terceiros para cada \$ 100,00 de capital investido. Essa relação é expressa por :

$$PCT = (CT / PL) \times 100$$

onde:

CT = Capital de Terceiros

PL = Patrimônio Líquido

Conforme MATARAZZO (op. cit. p. 159), a interpretação dos índices de estrutura de capital é, em geral, quanto menor melhor. A elevada participação de capitais de terceiros no financiamento total pode sinalizar uma situação de dificuldade de solvência. Já para BRIGHAM & HOUSTON (apud BARBOSA, 2003, p. 52), sustentando a teoria de estrutura ótima de capital, quanto maior esse índice, tanto melhor para os sócios ou acionistas, pois representa uma maior alavancagem financeira, indicando a possibilidade de elevação da rentabilidade esperada do capital investido. Na seqüência, após a apresentação dos demais indicadores de alavancagem financeira, se abordará com maior detalhe a discussão do tema.

Composição do Endividamento – CE

De acordo com MATARAZZO (op. cit. p. 161), esse índice expressa o percentual das exigibilidades de curto prazo em relação às obrigações totais. Trata-se do perfil do endividamento das empresas. Essa relação é expressa por:

$$CE = (PC / CT) \times 100$$

onde:

PC = Passivo Circulante

CT = Capital de Terceiros

A interpretação desse índice é quanto menor melhor. Isto implica em que, quanto menor a proporção da dívida de curto prazo em relação ao montante total, maior o período de tempo que a empresa detém para disponibilizar recursos para solver seus compromissos financeiros. Esmiuçando melhor o que representa para a empresa a administração do perfil da dívida, pode-se supor uma situação de conjuntura de mercado desfavorável aos negócios. O perfil de longo prazo das dívidas possibilita um planejamento mais adequado, afastando ou permitindo que não se recorra, por exemplo, a estratégias como liquidação de estoques ou contratação de novas obrigações de curto prazo, com custos mais elevados. Logo, quanto maior esse indicador, maior a vulnerabilidade da estrutura de financiamento da empresa.

Imobilização do Patrimônio Líquido – IPL

O indicador expressa a proporção do capital próprio investido no ativo permanente. Isto é, o grau de imobilização do patrimônio líquido.

A interpretação desse indicador segundo MATARAZZO (op. cit. p. 162) é quanto menor melhor. Significa que quanto mais a empresa imobiliza seu capital próprio, menos desses recursos restarão disponíveis para o financiamento dos ativos correntes, elevando assim a necessidade de recursos externos para seu financiamento. Idealmente a repartição dos recursos próprios deve atender convenientemente o financiamento corrente da empresa. De modo geral, quanto maior a proporção do ativo circulante financiada com capital próprio, maior o grau de liberdade da empresa em relação à necessidade de capitais externos. Essa relação é expressa por:

$$IPL = (AP / PL) \times 100$$

onde:

AP = Ativo Permanente

PL = Patrimônio Líquido

Relação entre o endividamento oneroso líquido e o capital próprio – EOL

Trata-se de um indicador de endividamento geral e expressa uma condição especial de alavancagem financeira. No presente estudo de caso o índice é formado pelos empréstimos, financiamentos e debêntures, deduzidas as disponibilidades de caixa e aplicações financeiras de curto prazo, sobre o capital próprio. A interpretação do indicador é análoga ao índice de imobilização de recursos não correntes, que relaciona a proporção dos recursos não correntes destinada ao financiamento do ativo permanente. A interpretação geral é de quanto menor melhor. Como indicador de alavancagem e em consonância com a teoria da estrutura ótima de capital o indicador é interpretado como

quanto maior melhor, pois relaciona a capacidade da empresa em captar recursos de longo prazo para o financiamento de seus ativos. A relação pode ser expressa através da seguinte notação:

$$EOL = \{(ELP - D) / PL\} \times 100$$

onde:

*ELP = Exigível a Longo Prazo, considerando :
empréstimos, financiamentos e debêntures.*

*D = Disponibilidades, considerando: caixa/bancos e
aplicações financeiras de curto prazo.*

PL = Patrimônio Líquido

Segundo ASSAF NETO (2000, p. 122), a alavancagem financeira pode ser entendida como a capacidade que os recursos de terceiros apresentam de elevar a rentabilidade dos recursos aplicados pelos proprietários.

A alavancagem financeira decorre da participação de capital de terceiros na estrutura de capital da empresa. O endividamento interessa aos proprietários enquanto seu custo for menor que o retorno proporcionado pela aplicação dos recursos de terceiros. Enquanto o retorno excede o custo do endividamento, uma diferença positiva entre taxas promove uma elevação proporcional na rentabilidade da empresa. Inversamente, quando o custo do endividamento é superior à taxa de retorno, a empresa está onerando seus resultados, reduzindo sua rentabilidade.

De acordo com MATARAZZO (1998, p. 403), o **grau de alavancagem financeira** é a razão entre as taxas de retorno sobre o patrimônio líquido e a taxa de retorno sobre o

ativo. A empresa recorre a capitais de terceiros quando a taxa de retorno do ativo é maior que o custo do endividamento, elevando assim a riqueza dos acionistas e o valor da empresa. Dessa perspectiva, ao se analisar a alavancagem financeira está-se relacionando as fontes de financiamento e em que medida a estrutura de capital da empresa está beneficiando ou não seus acionistas. A composição entre capital próprio e capital de terceiros na estrutura de capital em função da maximização da riqueza dos acionistas constitui a administração da alavancagem financeira.

Análise da Liquidez

Para MATARAZZO (op. cit. p. 169), os indicadores dessa categoria expressam a situação financeira da empresa e, destaca, não se confundem com indicadores de capacidade de pagamento, pois não são extraídos do fluxo de caixa e sim do ativo circulante com as dívidas, medindo a solidez da base financeira da empresa.

Índice de Liquidez Corrente – LC

De acordo com a metodologia empregada pelo IEDI no levantamento das informações, que considerou o porte e o número de empresas objeto do estudo, selecionou-se por conveniência o conceito de liquidez corrente devido à facilidade de apuração do índice, que relaciona diretamente as categorias do circulante entre ativo e passivo. O conceito, segundo MATARAZZO (op. cit. p. 173), indica a capacidade de solvência de curto prazo. A interpretação desse indicador é quanto maior melhor, pois mais elevada a capacidade da empresa em financiar suas necessidades de capital de giro. Essa relação

indica quanto a empresa possui de Ativo Circulante para cada \$ 1,00 de Passivo Circulante e é expressa pela seguinte notação:

$$LC = AC / PC$$

onde:

AC = Ativo Circulante

PC = Passivo Circulante

2.7.1.2 INDICADORES DE RENTABILIDADE

Ainda com base em MATARAZZO (op. cit. p. 181), os indicadores dessa categoria expressam a rentabilidade dos capitais investidos e, portanto, qual o grau de êxito econômico da empresa. Segundo BRIGHAM & HOUSTON (apud BARBOSA, 2003, p. 53), os índices de rentabilidade mostram os efeitos combinados da liquidez, da gestão de ativos e do endividamento sobre os resultados operacionais da empresa.

Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido – RPL

Esse indicador expressa a taxa de retorno do capital próprio através da razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido. Ou seja, mede a taxa de retorno dos investimentos. A relação é expressa através da seguinte notação:

$$RPL = (LL / PL) \times 100$$

onde:

LL = Lucro Líquido

PL = Patrimônio Líquido

A interpretação desse indicador é, evidentemente, quanto maior melhor, pois indica o quanto a empresa obtém de lucro para cada \$ 100 de capital próprio investido.

Rentabilidade sobre a Receita Líquida – RRL

Esse indicador fornece o percentual de lucro que a empresa obtém em relação ao seu faturamento. Ou seja, o percentual de lucro para cada \$ 100 de receita líquida. A interpretação é evidente e direta: quanto maior melhor. Esse relação é expressa pela seguinte notação:

$$RRL = (LL / RL) \times 100$$

onde:

LL = Lucro Líquido

RL = Receita Líquida

Lucro da Atividade sobre a Receita Líquida – LRL

O indicador fornece a margem operacional da empresa. Trata-se do resultado operacional, excluindo-se as despesas ou receitas financeiras em termos líquidos. Dessa compensação líquida corresponde a interpretação do índice como um indicador da lucratividade operacional pura da empresa e, portanto, quanto maior esse índice melhor a indicação de rentabilidade da empresa. Essa relação é expressa através da seguinte notação:

$$LRL = (LO / RL) \times 100$$

onde:

LO = Lucro Operacional

RL = Receita Líquida

3 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os 112 grupos empresariais pesquisados no estudo do IEDI estão relacionados no ANEXO II ao final deste trabalho. A apresentação está ordenada em função do valor absoluto do lucro líquido consolidado de 2004, com a identificação dos ramos de atividades aos quais pertencem as empresas selecionadas.

O Quadro 1 apresenta os 23 segmentos industriais estudados, relacionando a participação da receita líquida de 2004 por atividade relativamente ao total dos 23 seguimentos da amostra e o número de empresas representativas de cada ramo industrial.

Quadro 1 – Percentual da Receita Líquida (RL) no Total da Amostra

Atividade	% RL no Total	Nº de Empresas	Atividade	% RL no Total	Nº de Empresas
Alimentos	5,13	10	Material de Construção	0,40	3
Armas e Munições	0,13	2	Material de Transporte	2,50	7
Bebidas e Fumo	4,68	2	Metalurgia	0,70	10
Brinquedos/Lazer	0,02	2	Mineração	8,30	1
Calçados	1,06	4	Papel e Celulose	4,30	7
Diversos	0,41	3	Petróleo e Gás	33,90	2
Editora	0,13	1	Produtos de Limpeza e Cosméticos	0,70	2
Embalagens	0,15	2	Químico	11,30	13
Equipamentos Elétricos	0,03	1	Siderurgia	17,80	9
Madeira	0,53	3	Têxtil e Vestuário	2,20	14
Máquinas/Equipamentos	2,26	9	Utilidades Domésticas	0,40	4
Material Aeronáutico	3,09	1	Total	100,00	112

FONTE: IEDI (Adaptado pelo Autor)

É de se destacar a participação relativa das seguintes atividades: Petróleo e Gás (33,9%), praticamente em sua totalidade representada pela Petrobrás; Siderurgia (17,8%), representada por Usiminas, Acesita, Cia. Siderúrgica Nacional, Belgo Mineira, Gerdau, Cia. Siderúrgica de Tubarão; Mineração (8,3%), representada exclusivamente pela Vale do Rio Doce; Alimentos (5,13%), principais participações pertencentes à Sadia e à Perdigão;

Bebidas e Fumo (4,68%), Souza Cruz e Ambev; Material Aeronáutico (3,09%), representada exclusivamente pela Embraer.

O Quadro 2 apresenta os indicadores da estrutura de capitais, seguindo a ordem em que foram abordados na discussão teórica da Análise Econômico-Financeira (tópico 2.7).

Quadro 2 - Indicadores da Estrutura de Capitais (\$ 1,00)

Atividades / Indicadores	PCT ¹		EOL ²		CE ³		IPL ⁴	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Alimentos	3,18	2,18	1,89	0,65	0,62	0,64	1,17	0,93
Armas e Munições	0,64	0,73	0,18	0,19	0,70	0,78	0,45	0,49
Bebidas e Fumo	1,97	0,93	0,82	0,37	0,38	0,46	1,17	1,33
Brinquedos/Lazer *	-1,18	-1,13	-0,63	-0,63	0,65	0,68	-0,07	-0,05
Calçados	0,68	0,72	0,06	-0,02	0,38	0,38	0,48	0,44
Diversos	0,70	0,70	0,08	0,12	0,55	0,60	0,63	0,71
Editora	1,75	1,70	0,32	0,08	0,56	0,87	0,66	0,49
Embalagens	0,52	0,67	0,03	0,15	0,33	0,37	0,58	0,71
Equipamentos Elétricos	0,98	2,23	0,18	1,12	1,00	0,79	0,68	0,65
Madeira	1,22	1,36	0,55	0,59	0,56	0,55	1,41	1,43
Máquinas e Equipamentos	1,39	1,44	0,13	0,18	0,67	0,62	0,75	0,74
Material Aeronáutico	2,41	2,17	-0,17	0,02	0,50	0,38	0,64	0,53
Material de Construção	1,14	1,21	0,34	0,45	0,61	0,82	1,29	1,32
Material de Transporte	1,79	1,88	0,65	0,57	0,39	0,31	0,99	0,94
Metalurgia	2,02	2,10	0,24	0,38	0,76	0,66	1,00	0,93
Mineração	1,33	1,15	0,73	0,40	0,31	0,25	1,65	1,53
Papel e Celulose	1,47	1,21	0,80	0,68	0,36	0,23	1,57	1,42
Petróleo e Gás	1,72	1,30	0,37	0,30	0,20	0,16	1,39	1,29
Prod. Limpeza/Cosméticos*	-11,34	-5,64	-2,24	0,00	0,54	0,53	-2,72	-1,31
Químico	2,13	1,59	1,07	0,47	0,38	0,31	1,90	1,45
Siderurgia	1,70	1,45	0,92	0,57	0,35	0,27	1,72	1,42
Têxtil, couro e vestuário	0,99	0,94	0,43	0,37	0,52	0,41	0,88	0,87
Utilidades Domésticas	1,35	2,00	0,27	0,38	0,82	0,87	0,86	0,96
Total	1,70	1,34	0,63	0,41	0,33	0,28	1,45	1,31
Total sem Petrobrás	1,72	1,37	0,80	0,48	0,39	0,34	1,50	1,32

FONTE: IEDI (Adaptado pelo Autor)

* Atividade com PL negativo

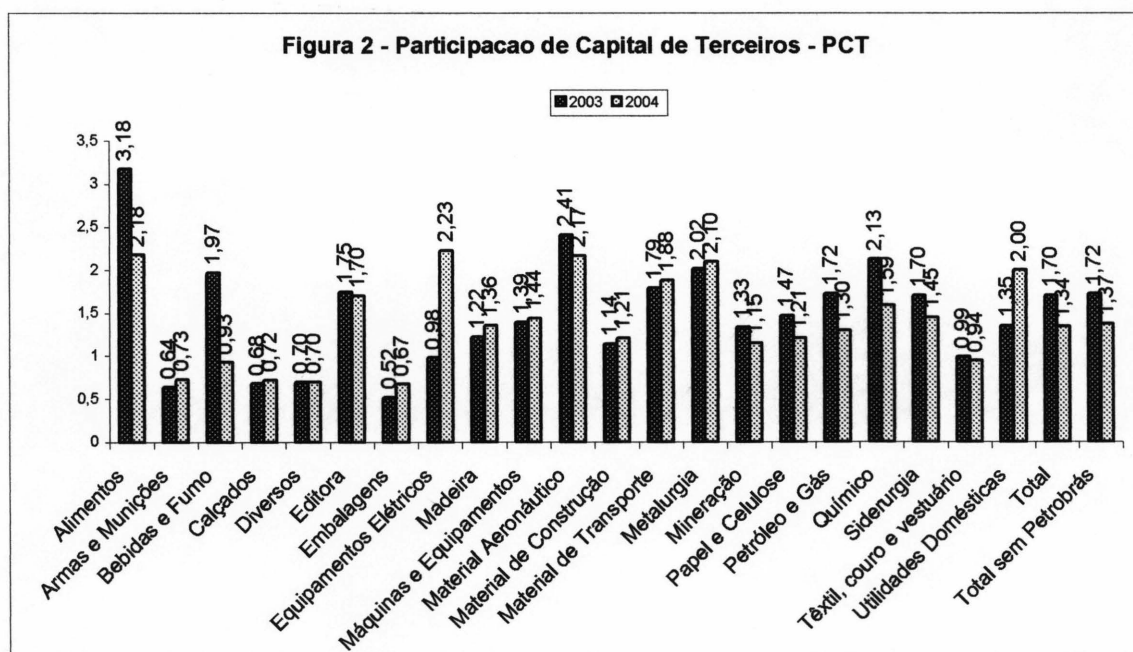
1-PCT=Participação de Capital de Terceiros

2-EOL=Endividamento Oneroso Líquido sobre Capital Próprio

3-CE=Composição do Endividamento

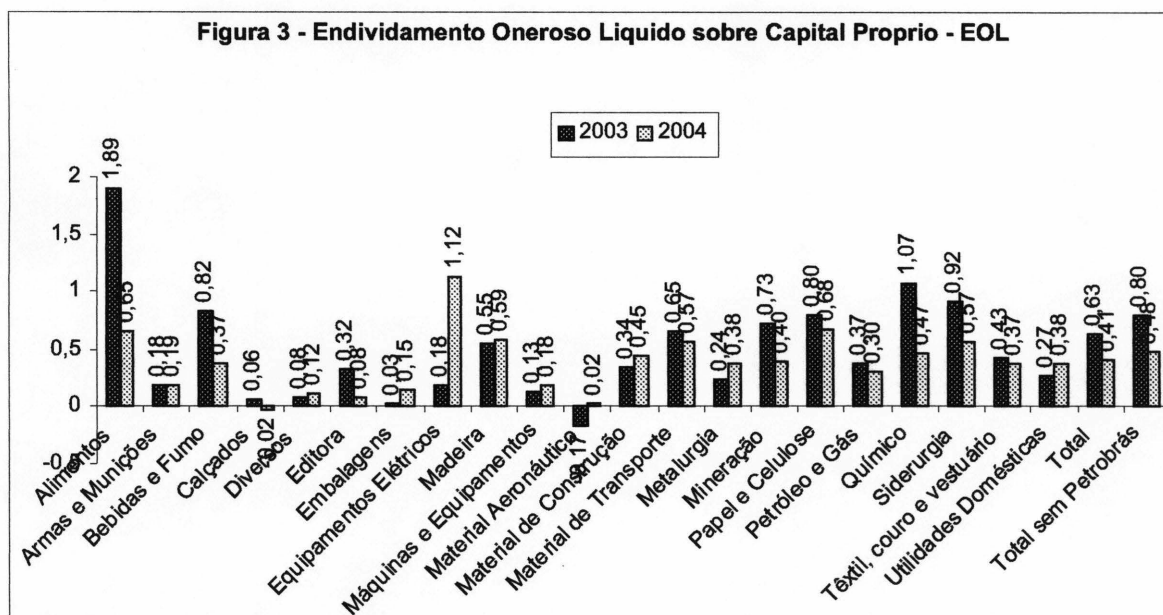
4-IPL=Imobilização do Patrimônio Líquido

Os indicadores relativos ao endividamento geral são dados pelos índices referidos pelas observações de números 1 e 2 do Quadro 2. O índice de **Participação de Capital de Terceiros (PCT)** para o total da amostra apresentou redução, passando de 1,70 para 1,34 no período, e 1,72 para 1,37 para o resultado sem a Petrobrás. Conforme demonstram os resultados individuais apurados sob o indicador, as atividades que contribuíram de forma mais acentuada para o resultado total foram: Alimentos, Bebidas e Fumo, Química, Siderurgia, Petróleo e Gás. As atividades que apresentaram elevação sob o indicador no período foram: Equipamentos Elétricos, Material de Construção e Utilidades Domésticas. A Figura 2 ilustra o comportamento do indicador para as atividades selecionadas.



Pelo conceito da **Relação entre o Endividamento Oneroso Líquido e o Capital Próprio (EOL)**, o endividamento geral para o total da amostra acusou redução no período, passando de 0,63 para 0,41, e 0,80 para 0,48, excluindo-se a Petrobrás. As atividades que

mais contribuíram para a evolução do indicador foram: Alimentos, Siderurgia, Editora, Bebidas e Fumo, Material de Transporte, Mineração, Química. As atividades que apresentaram importante elevação em seus índices foram: Metalurgia, Material de Construção, Utilidades Domésticas, Equipamentos Elétricos. O comportamento do indicador para o total da amostra é demonstrado na Figura 3.



A redução verificada nos indicadores de endividamento geral referidos acima configura um menor nível de alavancagem financeira para o total da amostra em 2004. Os dados relativos à estrutura de capitais das atividades selecionadas levantados pelo IEDI demonstram essa tendência. O Quadro 3 apresenta a composição relativa da estrutura de capitais da amostra no período analisado, relacionando a distribuição dos recursos entre capital próprio e capital de terceiros. A última coluna apresenta a participação de recursos de terceiros consignados sob a denominação de “Outras Fontes”. Segundo o IEDI, esses recursos compreendem principalmente o financiamento através de fornecedores e encargos

sociais e fiscais a pagar, que constituem importante volume de financiamento para algumas das atividades relacionadas na amostra.

Quadro 3 - Participação das Fontes de Recursos na Estrutura de Capital
(em %)

Atividades / Indicadores	Capital Próprio		Capital de Terceiros		Outras Fontes	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Alimentos	23,9	31,5	53,5	41,9	22,6	26,6
Armas e Munições	60,9	58,0	13,5	12,9	25,6	29,2
Bebidas e Fumo	33,6	51,7	35,9	23,1	30,4	25,2
Brinquedos/Lazer	-570,5	-751,5	361,7	477,0	308,8	374,6
Calçados	59,6	58,2	19,6	17,2	20,8	24,6
Diversos	58,8	59,0	15,5	15,1	25,7	25,9
Editora	36,4	37,1	14,9	19,0	48,7	44,0
Embalagens	65,6	60,0	7,7	10,7	26,6	29,3
Equipamentos Elétricos	50,6	30,9	16,7	37,6	32,7	31,5
Madeira	45,1	42,4	30,4	32,0	24,5	25,6
Máquinas e Equipamentos	41,8	41,0	19,2	20,9	38,9	38,1
Material Aeronáutico	29,4	31,6	23,5	25,1	47,1	43,4
Material de Construção	46,7	45,2	30,3	32,8	23,0	22,0
Material de Transporte	35,9	34,7	29,6	27,6	34,6	37,7
Metalurgia	33,1	32,2	27,2	25,2	39,7	42,5
Mineração	43,0	46,5	37,0	27,8	20,1	25,7
Papel e Celulose	40,4	45,2	44,5	40,9	15,0	14,0
Petróleo e Gás	36,8	43,4	31,6	25,8	31,6	30,8
Prod. Limpeza/Cosméticos	-9,7	-21,5	32,3	17,1	77,4	104,5
Químico	31,9	38,6	43,2	30,7	24,9	30,7
Siderurgia	37,0	40,8	38,1	28,6	24,8	30,5
Têxtil, couro e vestuário	50,2	51,5	28,3	24,0	21,4	24,5
Utilidades Domésticas	42,6	33,4	19,9	20,2	37,4	46,5
Total	37,0	42,8	35,4	28,0	27,6	29,2
Total sem Petrobrás	36,8	42,3	37,8	29,3	25,4	28,5

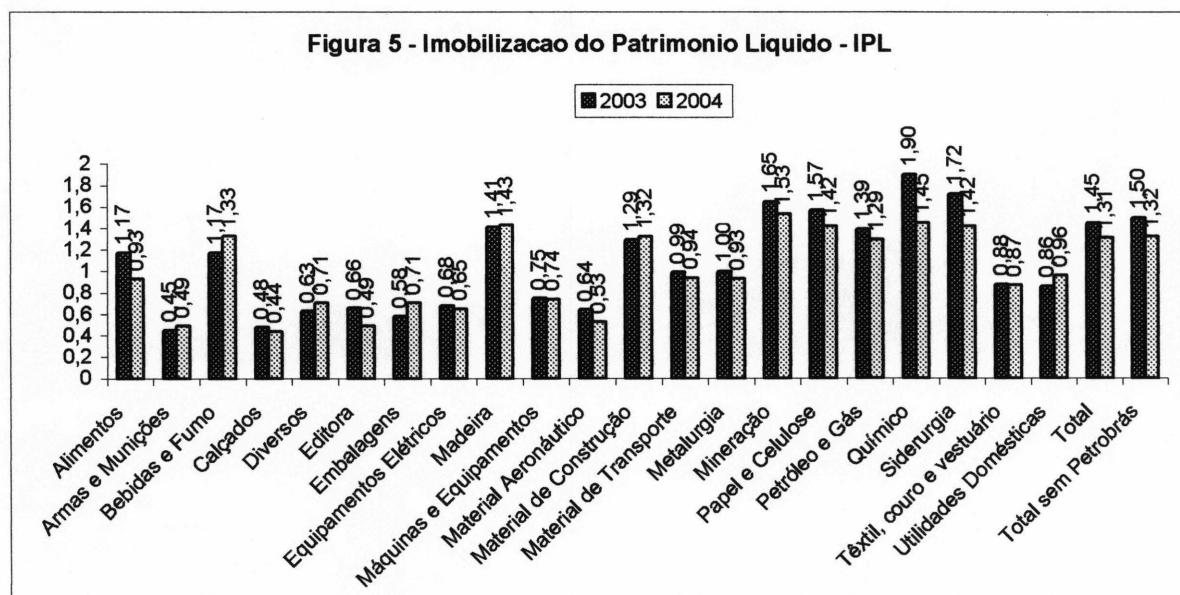
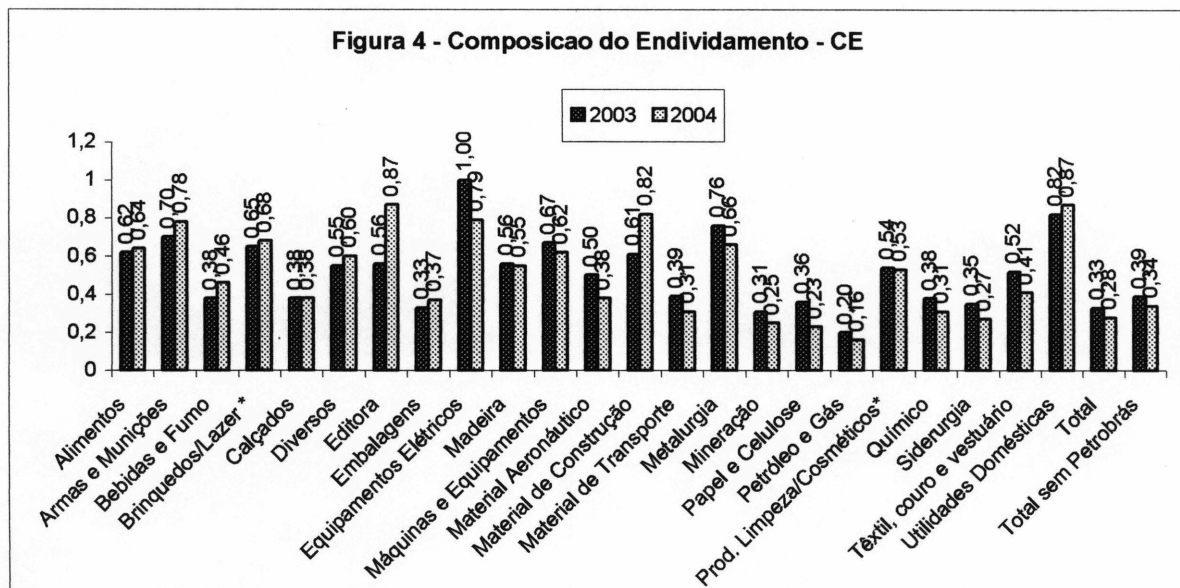
FONTE: IEDI (Adaptado pelo Autor)

Os resultados apurados para o total da amostra e os resultados sem a Petrobrás não apresentam variações significativas. A participação dos recursos próprios no financiamento das atividades para o total da amostra se elevou de 37,0% para 42,8%. A participação de capital de terceiros acusou redução de 35,4% para 28%. E a participação dos recursos de terceiros de Outras Fontes se elevou de 27,6% para 29,2%.

Como se observa no Quadro 3, as atividades que elevaram de forma importante a participação de capital próprio na estrutura de capitais foram: Petróleo e Gás, Siderurgia, Alimentos, Bebidas e Fumo, Química, Papel e Celulose. As atividades que apresentaram maior redução da participação de capital próprio foram: Equipamentos Elétricos, Madeira, Embalagem, Utilidades Domésticas. É de se destacar o grau de participação relativa de capital de terceiros de algumas atividades: Alimentos, 41,9% (53,5% em 2003), Papel e Celulose, 40,9% (44,5% em 2003), Equipamentos Elétricos, 37,6% (16,7% em 2003).

Retomando-se a análise dos dados do Quadro 2, verifica-se redução nos níveis de endividamento de curto prazo no período. Conforme se observa pelos resultados apurados sob o índice de **Composição do Endividamento (CE)**, referência número 3 do Quadro 2, ocorreu nítida melhora no perfil do endividamento para o total da amostra, com e sem os resultados da Petrobrás, respectivamente de 0,33 para 0,28, e de 0,39 para 0,34. As atividades que apresentaram as maiores reduções no endividamento de curto prazo foram: Equipamentos Elétricos, Material Aeronáutico, Papel e Celulose, Têxtil, couro e vestuário, Siderurgia. Algumas atividades registraram importante elevação no indicador. As principais foram: Editora, Material de Construção, Bebidas e Fumo, Armas e Munições. A Figura 4 apresenta o comportamento do indicador para as atividades selecionadas.

Concluindo a apresentação dos dados da estrutura de capitais, o índice de **Imobilização do Patrimônio Líquido (IPL)**, referência número 4 do Quadro 2, igualmente apresentou comportamento favorável para o total da amostra, com e sem os resultados da Petrobrás, observando-se que a indústria opera com elevado grau de imobilização. A Figura 5 apresenta o comportamento do indicador para a amostra.



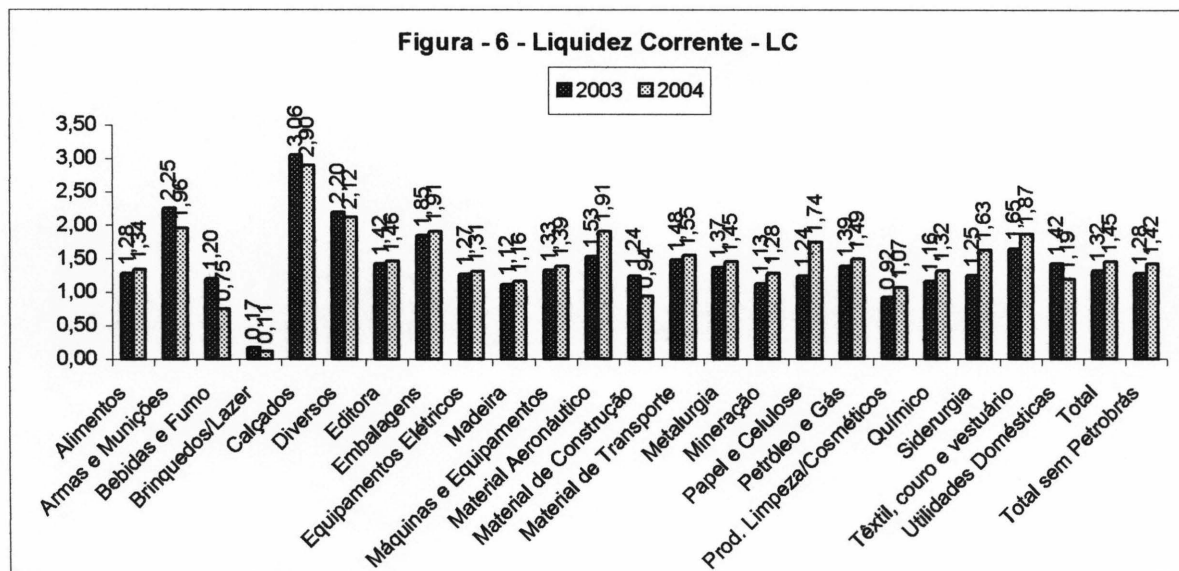
O Quadro 4 apresenta os dados relativos à análise da liquidez das atividades selecionadas. Conforme se argumentou na revisão teórica da Análise Econômico-Financeira (tópico 2.7), o IEDI recorreu ao conceito de liquidez corrente devido à facilidade de aplicação, considerando a quantidade de empresas relacionadas na amostra.

Quadro 4 - Índice de Liquidez Corrente - LC - (em \$)

Atividades / Indicadores	Liquidez Corrente	
	2003	2004
Alimentos	1,28	1,34
Armas e Munições	2,25	1,96
Bebidas e Fumo	1,20	0,75
Brinquedos/Lazer	0,17	0,11
Calçados	3,06	2,90
Diversos	2,20	2,12
Editora	1,42	1,46
Embalagens	1,85	1,91
Equipamentos Elétricos	1,27	1,31
Madeira	1,12	1,16
Máquinas e Equipamentos	1,33	1,39
Material Aeronáutico	1,53	1,91
Material de Construção	1,24	0,94
Material de Transporte	1,48	1,55
Metalurgia	1,37	1,45
Mineração	1,13	1,28
Papel e Celulose	1,24	1,74
Petróleo e Gás	1,39	1,49
Prod. Limpeza/Cosméticos	0,92	1,07
Químico	1,16	1,32
Siderurgia	1,25	1,63
Têxtil, couro e vestuário	1,65	1,87
Utilidades Domésticas	1,42	1,19
Total	1,32	1,45
Total sem Petrobrás	1,28	1,42

FONTE: IEDI (Adaptado pelo Autor)

Como demonstram os resultados apurados pelo conceito de liquidez corrente, as atividades selecionadas mantêm perfil de capacidade de solvência a curto prazo, com e sem os valores da Petrobrás. Os resultados individuais observados não indicam evidências de desequilíbrios, ficando a exceção por conta do seguimento Brinquedo e Lazer, cujo resultado decorre, segundo o IEDI, da performance da empresa Bicicletas Caloi. A Figura 6 apresenta o comportamento do indicador para o total da amostra.



Seguindo a ordem de abordagem na revisão teórica da Análise Econômico-Financeira, O Quadro 5 apresenta os indicadores de desempenho das atividades selecionadas.

O desempenho econômico pelo conceito de **Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (RPL)** para o total da amostra apresentou estabilidade, evoluindo marginalmente de 26,3% para 26,6% no período. Excluindo-se os resultados da Petrobrás verifica-se evolução mais acentuada, de 20,8% em 2003 para 25,5% em 2004. A **Rentabilidade sobre a Receita Líquida (RRL)** apresentou pequena evolução positiva para o total da amostra, passando de 13,5% para 14,5% no período. Excluindo-se os resultados da Petrobrás o indicador evoluiu de 10,7% para 13,5%. Pelo conceito do **Lucro da Atividade sobre a Receita Líquida (LRL)** a evolução para o total da amostra foi de 20,9% para 23,4%, e de 15,5% para 21,1% excluindo-se os resultados da Petrobrás.

QUADRO 5 - Indicadores de Rentabilidade - (em %)

Atividades / Indicadores	RPL ¹		RRL ²		LRL ³	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Alimentos	20,5	22,0	4,1	4,8	7,4	8,2
Armas e Munições	18,4	13,0	11,6	8,7	12,8	9,2
Bebidas e Fumo	37,3	10,2	18,3	12,2	23,0	24,4
Brinquedos/Lazer *	0,0	0,0	-66,7	-42,9	-39,2	-19,2
Calçados	18,5	10,6	9,4	5,1	14,0	10,5
Diversos	16,2	14,9	10,1	9,5	15,3	13,6
Editora	15,7	17,5	3,7	4,2	4,6	6,2
Embalagens	29,6	18,4	14,9	10,8	9,0	10,0
Equipamentos Elétricos	-27,5	10,1	-11,8	3,1	-10,1	8,6
Madeira	0,3	6,8	0,3	4,5	9,8	12,7
Máquinas e Equipamentos	18,7	19,5	7,8	7,8	10,5	9,9
Material Aeronáutico	15,7	28,4	8,9	12,3	5,0	8,5
Material de Construção	7,4	5,9	4,5	3,4	10,9	10,4
Material de Transporte	20,4	24,8	5,9	5,9	10,5	11,8
Metalurgia	8,9	12,9	2,9	4,2	5,3	10,0
Mineração	30,2	35,6	23,2	23,5	26,5	29,2
Papel e Celulose	29,8	22,2	25,9	21,1	33,4	27,4
Petróleo e Gás	36,2	28,9	18,0	16,1	29,9	27,7
Prod. Limpeza/Cosméticos*	0,0	0,0	-105,8	-8,3	-80,3	5,6
Químico	16,9	25,4	5,0	8,3	11,0	15,5
Siderurgia	21,1	35,9	13,5	19,6	18,5	31,7
Têxtil, couro e vestuário	7,8	8,9	4,8	5,3	9,2	10,2
Utilidades Domésticas	-50,6	-0,3	-23,6	-0,1	-16,7	3,6
Total	26,3	26,6	13,5	14,5	20,9	23,4
Total sem Petrobrás	20,8	25,5	10,7	13,5	15,5	21,1

FONTE: IEDI (Adaptado pelo Autor)

* Atividade com PL negativo

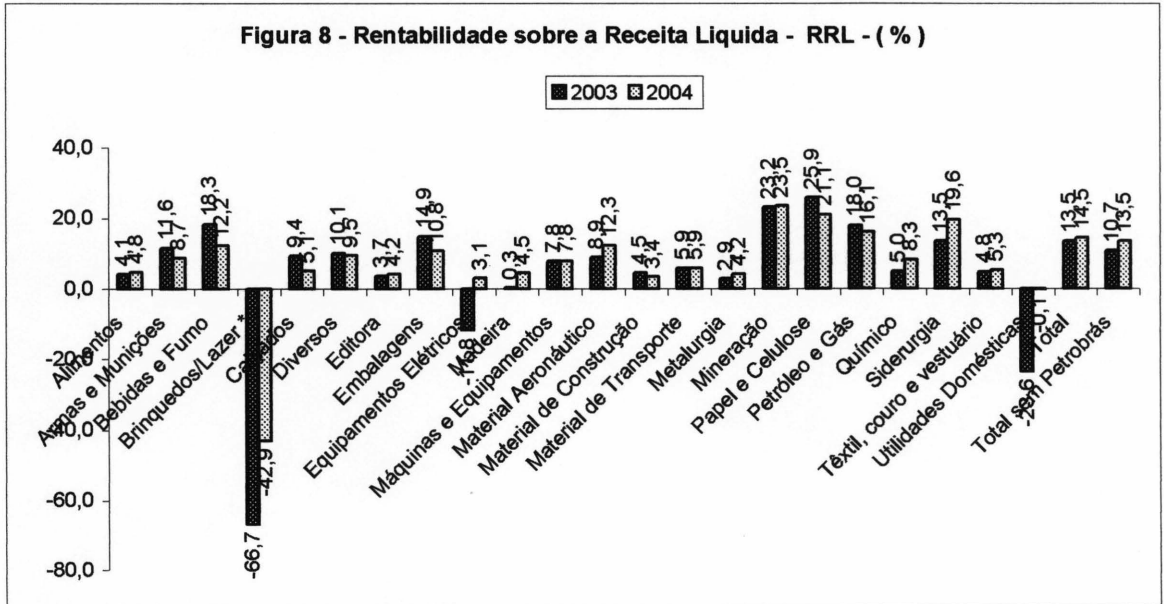
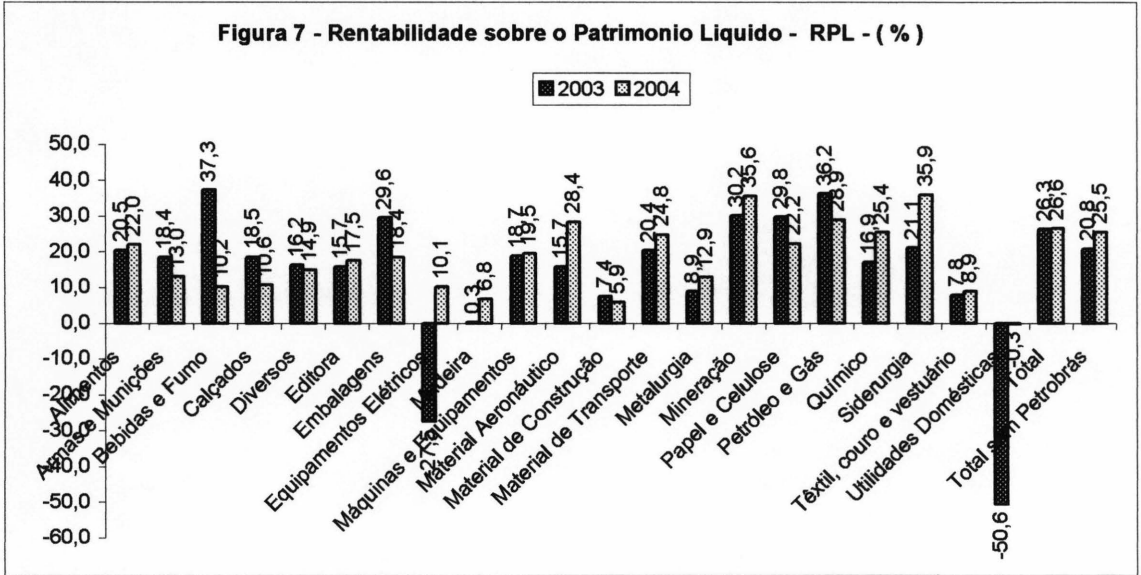
1-RPL = Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido

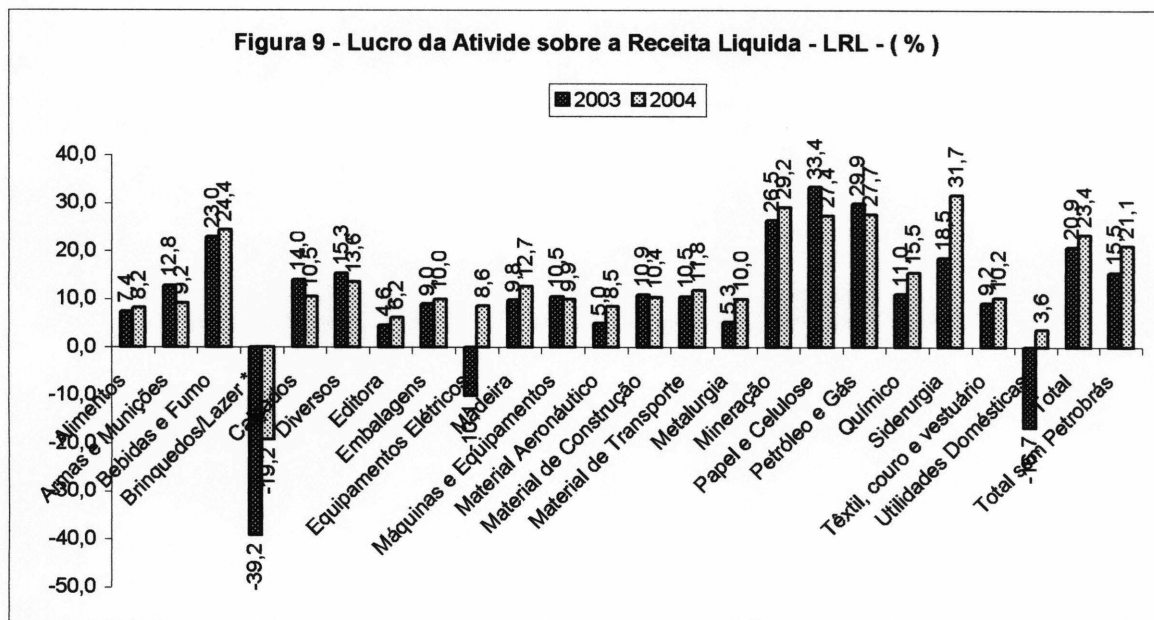
2-RRL = Rentabilidade sobre a Receita Líquida

3-LRL = Lucro da Atividade sobre a Receita Líquida

Considerando o desempenho econômico observando os resultados sob o conjunto dos indicadores, entre as atividades que apresentaram performance positiva destacam-se: Madeira, Editora, Material Aeronáutico, Material de Transporte, Química, Siderurgia, Metalurgia. Entre as atividades que apresentaram evolução negativa para o conjunto dos indicadores destaca-se o desempenho do seguimento Bebidas e Fumo, influenciado pelo aumento do patrimônio líquido da Ambev, decorrente, segundo o IEDI, do processo de fusão ocorrido em 2004.

O comportamento dos indicadores de desempenho para as atividades selecionadas está ilustrado na seqüência. A Figura 7 apresenta o conceito RPL, a Figura 8 o conceito RRL e a Figura 9 o conceito LRL.





Segundo o IEDI, a evolução dos indicadores de rentabilidade reflete uma melhora do desempenho operacional das atividades industriais de 2003 para 2004. Com efeito, dada a evolução do indicador de Lucro da Atividade sobre a Receita Líquida, tem-se perceptível tal melhora de desempenho. De acordo com a entidade, essa percepção positiva é reforçada ao se considerar a evolução da taxa de câmbio no período, considerando que o desempenho dos grupos empresariais analisados é fortemente influenciado pelo câmbio, seja pelo endividamento em moeda estrangeira ou pelas receitas de exportações. O órgão faz referência à apreciação cambial de 19,4% registrada em 2003, que atuou de forma mais intensa no sentido de atenuar o peso das dívidas em divisas no resultado patrimonial das empresas. Em 2004, comparando-se o efeito, a apreciação da taxa de câmbio foi da ordem de 7,7% de dezembro de 2003 a dezembro de 2004. Em termos de impacto nas receitas das atividades exportadoras, a valorização de aproximadamente 5% da taxa de câmbio média

de 2004 (R\$ 2,92), comparativamente à taxa média de 2003 (R\$ 3,07), não repercutiu nos resultados dos grupos exportadores, reforçando a percepção da evolução positiva do desempenho operacional, ademais impulsionado pela evolução favorável de preços e demanda de produtos de exportação. Do lado do mercado interno o órgão destaca que o desempenho da indústria pode ser observado comparando-se a lucratividade com o comportamento dos preços no atacado, tendo o IGP-M de 2004 (19,4%) como parâmetro. Ainda segundo a entidade, as atividades cujo desempenho é influenciado de forma importante pelo comportamento do câmbio são: Calçados, Mineração, Papel e Celulose, Alimentos, Material Aeronáutico e Siderurgia.

O Quadro 6 permite uma avaliação de ordem geral do desempenho econômico das atividades selecionadas pelo IEDI, através da evolução percentual da Receita líquida e do Lucro Líquido no período 2003-2004.

Observando-se o desempenho do Lucro Líquido, os maiores destaques positivos ficaram por conta das atividades: Madeira, Material Aeronáutico, Siderurgia, Química. Desempenhos negativos ficaram por conta das atividades: Equipamentos Elétricos, Utilidades Domésticas, Produtos de Limpeza e Cosméticos, Calçados, Armas e Munições, Bebidas e Fumo.

Destaque-se que, considerando o resultado da evolução do Lucro Líquido sem o resultado da Petrobrás, a evolução é acentuadamente positiva, correspondendo ao peso da atividade no total da amostra a variação nos resultados totais: 33,1% de variação para o total da amostra e 65,0% de variação excluindo-se a evolução do lucro da Petrobrás. Nesse

aspecto, quanto ao desempenho individual das atividades, os indicadores apresentam importantes oscilações positivas e negativas em relação à média. Quanto à evolução da Receita Líquida, o comportamento é positivo para a totalidade das atividades, destacando-se: Utilidades Domésticas, 85,6% (evolução de - 99,4% no LL); Material Aeronáutico, 55,7% (evolução de 113,7% no LL); Equipamentos Elétricos, 52,5% (evolução de - 140,1% no LL); Siderurgia, 43,8% (evolução de 108,2% no LL); Mineração 41,7% (evolução de 43,3% no LL).

**QUADRO 6 - Variação da Receita Líquida e do Lucro Líquido
2003-2004 - (em %)**

Atividades / Indicadores	Receita Líquida	Lucro Líquido
Alimentos	19,1	40,6
Armas e Munições	4,1	-22,1
Bebidas e Fumo	29,8	-13,2
Brinquedos/Lazer	19,5	-23,1
Calçados	16,2	-37,4
Diversos	18,1	10,7
Editora	7,4	22,0
Embalagens	18,2	-14,7
Equipamentos Elétricos	52,5	-140,1
Madeira	17,3	1.948,7
Máquinas e Equipamentos	20,9	21,0
Material Aeronáutico	55,7	113,7
Material de Construção	2,0	-22,0
Material de Transporte	34,4	35,3
Metalurgia	8,1	60,3
Mineração	41,7	43,3
Papel e Celulose	7,0	-12,7
Petróleo e Gás	12,7	1,0
Prod. Limpeza/Cosméticos	31,0	-89,7
Químico	24,2	103,8
Siderurgia	43,8	108,2
Têxtil, couro e vestuário	15,7	26,9
Utilidades Domésticas	85,6	-99,4
Total	23,8	33,1
Total sem Petrobrás	29,9	65,0

FONTE: IEDI (Adaptado pelo Autor)

As conclusões apresentadas no estudo do IEDI destacam a redução no nível de endividamento geral da indústria, bem como a melhora no perfil do financiamento verificado no período 2003-2004. Essa redução na utilização de capitais de terceiros é verificada pelos resultados totais apurados na composição da estrutura de capital consolidada para os 23 ramos de atividade analisados. Na avaliação de curto prazo, os indicadores LC e IPL demonstram uma configuração geral sem evidências de desequilíbrios relacionados à solvência corrente. Quanto aos indicadores de desempenho econômico a entidade considera expressiva a evolução dos indicadores selecionados, tanto no aspecto da rentabilidade como no desempenho operacional.

O IEDI registra o estado das expectativas quanto ao comportamento futuro do setor industrial. Ante aos resultados obtidos no período analisado no estudo o órgão avalia que o setor industrial do país ampliou as condições necessárias para imprimir um novo ciclo de investimentos, a persistirem as possibilidades de rentabilidade, o crescimento da demanda e da renda e a transição para um padrão mais adequado de financiamento. Finalmente, o IEDI considera como fatores causadores de incertezas para um novo ciclo de investimentos as condições de infra-estrutura do país e os efeitos da manutenção da atual política econômica, centrada na contenção da demanda através da política monetária que, segundo o órgão, exige das autoridades governamentais uma sinalização mais efetiva quanto aos objetivos de longo prazo do país. Segundo análise da entidade, são as políticas direcionadas ao crescimento econômico que atendem as condições de sustentação ao novo ciclo de investimento industrial.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesta Seção, dando conseqüência aos objetivos deste trabalho, se realizará análise final cotejando-se as evidências explicitadas pelos resultados obtidos na Análise Econômico-Financeira com a teoria das finanças que sustenta a validade da estrutura ótima de capital.

Como se verifica pela análise dos resultados dos indicadores de endividamento geral expostos no Quadro 2 da Seção 3, o resultado para o total da amostra do índice de **Participação de Capitais de Terceiros (PCT)** apresenta redução de 1,70 para 1,34 de 2003 para 2004. No mesmo Quadro 2, a evolução do índice que expressa a relação entre o **Endividamento Oneroso Líquido sobre o Capital Próprio (EOL)**, igualmente registrou redução no período, passando de 0,63 para 0,41. O reflexo da evolução desses indicadores na composição da estrutura de capitais das atividades selecionadas é demonstrado no Quadro 3 da Seção 3. Pode-se verificar que, para o total da amostra, a participação relativa de capital próprio na estrutura de capitais evoluiu de 37,0% para 42,8% e a participação de capital de terceiros registrou uma queda de 35,4% para 28,0%, desconsiderando a participação de recursos de terceiros designados como Outras Fontes.

Analisando-se o desempenho econômico, o Quadro 5 da Seção 3 apresenta a evolução dos indicadores selecionados. O índice de **Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (RPL)** registrou evolução inexpressiva no período 2003-2004 para o total da amostra, passando de 26,3% para 26,6%. Excluindo-se a Petrobrás o indicador evoluiu de 20,8% para 25,5%. A **Rentabilidade sobre a Receita Líquida (RRL)**, respectivamente

com e sem os resultados da Petrobrás, evoluiu de 13,5% para 14,5%, e de 10,7% para 13,5%. O **Lucro da Atividade sobre a Receita Líquida (LRL)** evoluiu de 20,9% para 23,4% para o total da amostra, e de 15,5% para 21,1% no período, excluindo-se os resultados da Petrobrás. Finalmente, considerando o comportamento desses indicadores comparativamente à evolução percentual do lucro líquido no período (Quadro 6, Seção 3), registrou-se, para o total da amostra, evolução de 33,1%, e de 65,0% excluindo-se o resultado da Petrobrás.

Restringindo-se a análise às atividades de maior peso relativo destacadas pelo IEDI na composição da amostra, o Quadro 7 permite a verificação do comportamento dos indicadores de endividamento geral, e os reflexos em termos de alterações na composição das fontes de recursos próprios e de terceiros na estrutura de capitais. O Quadro 8 verifica o comportamento dos indicadores de desempenho econômico. As atividades de maior peso relativo (Petróleo e Gás, Siderurgia, Mineração, Alimentos, Bebidas e Fumo, Material Aeronáutico) que compõem os Quadros 7 e 8, respondem por aproximadamente 73% da receita líquida total dos 23 ramos de atividade selecionados no estudo do IEDI.

**Quadro 7 - Indicadores de Endividamento e Estrutura de Capital
(atividades selecionadas)**

Atividades / Indicadores	1 % RL	PCT		EOL		% CP		% CT	
		2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Petróleo e Gás	33,90	1,72	1,30	0,37	0,30	36,8	43,4	31,6	25,8
Siderurgia	17,80	1,70	1,45	0,92	0,57	37,0	40,8	38,1	28,6
Mineração	8,30	1,33	1,15	0,73	0,40	43,0	46,5	37,0	27,8
Alimentos	5,13	3,18	2,18	1,89	0,65	23,9	31,5	53,5	41,9
Bebidas e Fumo	4,68	1,97	0,53	0,82	0,37	33,6	51,7	35,9	23,1
Material Aeronáutico	3,09	2,41	2,17	-0,17	0,02	29,4	31,6	23,5	25,1

FONTE: IEDI (Elaborado pelo Autor)

1- % da Receita Líquida da atividade no total da amostra

Quadro 8 - Indicadores de Desempenho Econômico (%)
(atividades selecionadas)

Atividades / Indicadores	% RL ¹	RPL		RRL		LRL		LL ²
		2003	2004	2003	2004	2003	2004	2004
Petróleo e Gás	33,90	36,2	28,9	18,0	16,1	29,9	27,7	1,0
Siderurgia	17,80	21,1	35,9	13,5	19,6	18,5	31,7	108,2
Mineração	8,30	30,2	35,6	23,2	23,5	26,5	29,2	43,3
Alimentos	5,13	20,5	22,0	4,1	4,8	7,4	8,2	40,6
Bebidas e Fumo	4,68	37,3	10,2	18,3	12,2	23,0	24,4	-13,2
Material Aeronáutico	3,09	15,7	28,4	8,9	12,3	5,0	8,5	113,7

FONTE: IEDI (Elaborado pelo Autor)

1 - % da Receita Líquida da atividade no total da amostra

2 - Variação do Lucro Líquido 2003-2004

Analisando-se o comportamento dos indicadores dos Quadros 7 e 8 por atividade, verifica-se que o seguimento Petróleo e Gás reduziu seus índices de endividamento (PCT e EOL). A estrutura de capitais da atividade registrou elevação do nível de participação de capital próprio (CP) e redução da participação de capitais de terceiros (CT) no financiamento total. O desempenho econômico da atividade registrou redução para o conjunto dos indicadores (RPL, RRL, LRL) na comparação 2003-2004, com evolução marginal (1,0%) do lucro líquido (LL). Para as demais atividades selecionadas nos Quadros 7 e 8 o comportamento dos indicadores seguiu basicamente um mesmo padrão: os indicadores de endividamento (PCT e EOL) registraram redução no período, com exceção da atividade Material Aeronáutico, que registrou elevação do índice EOL em 0,02; a estrutura de capitais registrou elevação da participação de capital próprio (CP) e redução da participação de capital de terceiros (CT), com exceção da atividade Material Aeronáutico que registrou elevação do nível de participação de CT em 2004. Os indicadores de desempenho dessas atividades registraram a seguinte evolução: os índices RPL, RRL e LRL registraram elevação para as atividades, com exceção da atividade Bebidas e Fumo que registrou redução nos índices RPL e RRL. A evolução de Lucro Líquido registrou

expressiva evolução positiva para essas atividades, exceção igualmente para Bebidas e Fumo que registrou desempenho negativo no indicador.

A evolução dos indicadores para as atividades selecionadas nos Quadros 7 e 8 sugere uma aparente contradição em relação à teoria da estrutura ótima de capital. Os indicadores de endividamento PCT e EOL apresentaram redução no período. Como se expôs na revisão teórica precedente, segundo BRIGHAM & HOUSTON (apud BARBOSA, 2003), sustentando a validade da estrutura ótima de capital, quanto maior o endividamento e, portanto, a alavancagem financeira, maiores as vantagens para os sócios ou acionistas em termos de rentabilidade sobre seus capitais. De outro lado, como se verifica pela análise do comportamento do índice de Composição do Endividamento (CE) na Seção 3, a participação do endividamento de curto prazo em relação ao total se reduziu, configurando uma melhora no perfil do endividamento e confirmando o postulado básico da teoria da estrutura de capital no sentido de que o financiamento permanente da empresa deve se dar com recursos de longo prazo (WESTON & BRIGHAM, 2002). Refletindo a redução nos níveis de endividamento a participação de capital de terceiros na estrutura de capitais apresentou redução. É de se destacar, no entanto, a elevada participação relativa de recursos de terceiros registrada no período base da comparação, aspecto que será abordado na seqüência.

O comportamento dos indicadores de desempenho das atividades selecionadas segue igualmente em aparente contradição com a estrutura ótima de capital, a partir das observações relativas ao endividamento e composição das fontes de recursos acima formuladas. Conforme a análise dos dados do Quadro 8, à exceção das atividades Petróleo e

Gás e Bebidas e Fumo, as demais atividades registraram elevação para o conjunto de seus indicadores. A alusão que se faz à aparente contradição entre o comportamento desses indicadores e os postulados da estrutura ótima de capital reside na relação negativa entre endividamento e rentabilidade. Segundo ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (apud BARBOSA, 2003, p.84), uma elevação da participação relativa de capitais de terceiros na estrutura de capitais tem correlação positiva com a rentabilidade.

Como se observou no parágrafo anterior, aspecto que impõe certas limitações para se empreender a análise pretendida neste trabalho está relacionado com o período utilizado para a comparação dos dados. No entanto, de acordo com o IEDI, o período analisado visa retratar condições excepcionais que prevaleceram em 2003-2004 para o desempenho econômico das atividades industriais abrangidas pelo estudo e de improvável permanência dessas mesmas condições a médio e longo prazos. Esta ressalva é particularmente relevante para a compreensão do comportamento dos indicadores analisados acima à luz da teoria da estrutura ótima de capital.

O estudo do IEDI mencionou os efeitos da apreciação cambial ocorrida em 2003-2004 na composição do endividamento da indústria. Com efeito, as condições do câmbio no período possibilitaram não só um menor peso de carregamento das dívidas em moeda estrangeira como uma oportunidade de redução dos riscos à exposição cambial decorrente desse endividamento. Ou seja, as grandes empresas reduziram o endividamento, em parte devido às condições favoráveis da conjuntura de curto prazo para liquidação total ou parcial de obrigações em moeda estrangeira, decisão que, pode-se supor, não se configura em estratégia de longo prazo no que diz respeito às decisões de capital. Portanto, a composição

relativa da estrutura de capitais dessas empresas não se relaciona diretamente com o desempenho verificado no período e, ademais, como verificado em 2003, pode ser alterada por fatores diversos, principalmente a se concretizarem no país condições que permitam a redução do custo de capital. Destaque-se que as atividades relacionadas nos Quadros 7 e 8 são aquelas com maior exposição ao câmbio, tanto do lado do endividamento como do ângulo das receitas de exportação. A atividade Petróleo e Gás tem receita vinculada aos preços de seus produtos no mercado internacional. A exceção é a atividade Bebidas e Fumo, que é considerada no rol dessas atividades devido ao processo de fusão da Ambev.

Em relação ao comportamento dos indicadores de desempenho, conforme se expôs na Análise Econômico-Financeira da Seção 3, o IEDI observa em seu estudo que a apreciação cambial verificada no período em análise não reduziu a competitividade das exportações da indústria. A evolução verificada nos indicadores de desempenho esteve estreitamente relacionada com uma contínua e forte expansão da demanda externa e interna e pela elevação nos níveis de produtividade do setor. Segundo a entidade, os resultados observados no período 2003-2004 decorrem do quadro geral de conjuntura extremamente favorável, de cujos efeitos, aliás, culminou a mais elevada taxa de crescimento do PIB (4,9% em 2004) da economia brasileira em um período de aproximadamente uma década.

O IEDI finaliza seu estudo com considerações que, na essência, estão alinhadas com os argumentos apresentados neste trabalho, relacionados às decisões de investimento e de financiamento das grandes empresas. A instituição avalia que os resultados obtidos em termos de lucros e as alterações no perfil e na composição do financiamento de longo prazo dos grupos empresariais selecionados conferem à grande indústria do país condições

especialmente favoráveis em relação às decisões estratégicas de investimento e de financiamento, dadas a ampliação das fontes de recursos de capital próprio e da capacidade de financiamento com capital de terceiros para o novo ciclo de investimentos. Tais condições oferecidas pelo desempenho econômico verificado em 2003-2004, decorrentes igualmente de condições de conjuntura econômica interna e externa extraordinariamente positivas para os negócios observadas no período, atuam no sentido de atenuar as históricas restrições de custo e de disponibilidade de capitais prevalecentes na economia brasileira. Segundo o IEDI, essa evolução da capacidade financeira da grande indústria é condição necessária para o incremento do investimento e do crescimento econômico do país.

Finalmente, este trabalho procurou apresentar um estudo de caso de um grupo de empresas de alta relevância para a economia do país. A partir da revisão teórica dos conceitos fundamentais da literatura de finanças empresariais, a avaliação dos indicadores obtidos da análise econômico-financeira se submeteu ao enfoque das teorias sobre a estrutura de capital. Conclui-se que os resultados obtidos em termos de desempenho econômico das empresas que compõem o estudo são decorrente das condições conjunturais de curto prazo referidas e contextualizadas na análise, e que, como se abordou na discussão da bibliografia em que se baseou este trabalho, as grandes empresas aplicam os conceitos subjacentes à teoria da estrutura ótima de capital. Esses conceitos se apresentam relevantes para as decisões de financiamento e de investimento empresarial, mais ainda ante as perspectivas de condições mais adequadas de custo de capital e de acesso às fontes de financiamento que se configuram para a economia brasileira, com estabilidade de preços e evolução para um quadro de crescimento econômico. As empresas analisadas se

capacitaram a aumentar seus níveis de endividamento em suas estratégias de financiamento de longo prazo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, A. . **Estrutura e Análise de Balanços: um enfoque econômico-financeiro**. São Paulo: Atlas, 2000.

BARBOSA, Alberto. **Estrutura de Capital/Financeira e o Crescimento das Pequenas e Médias Empresas: estudo de caso comparativo em indústrias do vestuário**. DISSERTAÇÃO (MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO). UFPR, CURITIBA, 2003.

BLATT, Adriano. **Leasing – uma abordagem prática**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1998.

CLEMENTE, Ademir. (org.). **Projetos Empresariais e Públicos**. São Paulo: Atlas, 2002.

DI AGUSTINI, Carlos A. **Leasing Financeiro, fundamentos e avaliação**. São Paulo: Atlas, 1999.

GITMAN, Lawrence J. MADURA, Jeff. **Administração Financeira – uma abordagem gerencial**. São Paulo: Addison Wesley, 2003.

LEMES JÚNIOR, Antonio B.; RIGO, Cláudio M.; CHEROBIN, Ana P.M.S.. **Administração Financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

LIMA, Alexandre de. DI AGUSTINI, Carlos A. . **Leasing Operacional: estratégias mercadológicas e econômico-financeira**. Rio de Janeiro: FGV, 2001.

MATARAZZO, Dante C. . **Análise Financeira de Balanços**. São Paulo: Atlas, 1998.

PADOVEZE, Clóvis L. . **Contabilidade Gerencial: um enfoque em sistemas de informação contábil**. São Paulo: Atlas, 2000.

RIBEIRO, Osni M. . **Estrutura e Análise de Balanços**. São Paulo: Saraiva, 1999.

SOUZA, Alceu.; CLEMENTE, Ademir. **Decisões Financeiras e Análise de Investimentos – fundamentos, técnicas e aplicações**. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2004.

WESTON, J. Fred.; BRIGHAN, Eugene F.. **Fundamentos da Administração Financeira**. 14ª ed. São Paulo, Pearson, 2000.

SITES:

<http://www.bndes.gov.br/links>

<http://www.iedi.org.br> - Endividamento e Resultado das Empresas Industriais em 2004. Disponível em: http://www.iedi.org.br/admin/pdf/empresas_ind_2004.pdf <Acesso em 23/04/2005>

ANEXO I

SÍNTESE DO CUSTO DAS FONTES DE FINANCIAMENTO DE CAPITAL PRÓPRIO

Anexo I – Síntese do custo das fontes de financiamento de capital próprio

Fonte	Custo de capital	Notação	Interpretação
Ações Ordinárias	$K_{AO} = (D_1 / P_0) + C$	<p>K_{AO} = Custo da ação ordinária</p> <p>$D_1 = D_0 (1 + C)$ – Dividendo esperado no ano 1, sendo D_0 o dividendo pago no ano 0</p> <p>P_0 = Preço atual da ação</p> <p>C = Taxa de crescimento dos dividendos</p>	A fórmula expressa o custo de capital através da abordagem do crescimento dos dividendos. Esse método relaciona o preço da ação, o fluxo de dividendos e a taxa de crescimento desses pagamentos.
Lucros Retidos	$K_{LUR} = K_{AO}$	<p>K_{LUR} = Custo dos lucros retidos</p> <p>K_{AO} = Custo da ação ordinária</p>	A retenção de lucros é explicada se o retorno de sua aplicação igualar o custo de oportunidade do acionista. Este é igual a K_{AO}
Novas ações ordinárias	$K_{NO} = (D_1 / VL_{NO}) + C$	<p>K_{NO} = Custo de novas ações ordinárias</p> <p>D_1 = Dividendo esperado no ano 1</p> <p>VL_{NO} = Valor líquido de venda da nova ação ordinária</p> <p>C = Taxa esperada de crescimento dos dividendos</p>	O custo de novas ações ordinárias considera os custos de lançamento no mercado. É o custo das ações existentes, líquido dos custos de emissão, corretagem e deságios.
Ações preferenciais	$K_{AP} = K_{AO} \times \text{ajuste de mercado}$	<p>K_{AP} = Custo da ação preferencial</p> <p>K_{AO} = Custo da ação ordinária</p>	O custo das ações preferenciais é formado pelo custo das ações ordinárias ajustado por um prêmio de risco definido pelo mercado, o ajuste de mercado. Este define um preço menor da ação preferencial em relação à ação ordinária, decorrente do menor risco que assume o acionista preferencial.

FONTE: LEMES JUNIOR, 2002, p. 216-224 – Elaborado pelo autor.

ANEXO II

ATIVIDADES E EMPRESAS INDUSTRIAIS (Lucro Líquido em R\$ mil)

ANEXO II – Atividades e Empresas Industriais (Lucro Líquido em R\$ mil)

Atividade	Empresa	2003	2004
Petróleo e Gás	Petrobrás	17.794.669	17.860.754
Mineração	Vale do Rio Doce	4.508.850	6.459.519
Siderurgia	Usiminas	1.306.172	3.018.866
Siderurgia	Gerdau	1.137.216	2.831.339
Siderurgia	CSN	1.031.013	1.981.788
Siderurgia	CST	910.248	1.624.356
Material Aeronáutico	Embraer	587.653	1.255.833
Bebidas e Fumo	AmBev	1.411.570	1.161.533
Papel e Celulose	Aracruz	870.235	1.068.497
Siderurgia	Belgo Mineira	682.310	1.039.521
Papel e Celulose	Votorantim Celulose	852.937	789.677
Bebidas e Fumo	Souza Cruz	768.985	732.033
Químico	Braskem	215.135	690.857
Siderurgia	Acesita	225.548	679.374
Papel e Celulose	Suzano Bahia Sul	586.518	602.959
Químico	Copesul	167.805	546.676
Papel e Celulose	Klabin	1.000.879	455.544
Químico	Fosfertil	327.126	451.395
Alimentos	Sadia	446.763	438.736
Químico	Ultrapar	246.379	414.479
Máquinas e Equipamentos	Weg	307.809	402.654
Produtos de Limpeza e Cosméticos	Natura	63.884	300.294
Alimentos	Perdigão	123.547	295.619
Siderurgia	Aços Villares	151.720	239.005
Petróleo e Gás	Ipiranga Refinaria	106.937	215.886
Químico	Unipar	101.243	204.047
Químico	Petroquímica União	74.337	186.537
Material de Transporte	Metal Leve	175.890	180.483
Têxtil, couro e vestuário	Coteminas	167.398	175.828
Madeira	Duratex	64.017	125.293
Material de Transporte	Randon Part.	70.146	124.879
Têxtil, couro e vestuário	Guararapes	46.501	121.685
Químico	Suzano Petroquímica	2.122	109.064
Diversos	Magnesita	88.627	107.586
Químico	Petroflex	60.534	90.253
Siderurgia	Ferbasa	70.428	97.140
Químico	Aubos Trevo	82.530	96.692
Calçados	Alpargatas	80.256	93.821
Alimentos	Seara	86.720	92.870
Material de Transporte	Marcopolo	80.936	85.022
Químico	Fertibras	68.130	81.147

Continua

Papel e Celulose	Ripasa	124.416	78.167
Químico	Elekeiroz	30.576	70.839
Máquinas e Equipamentos	Industrias Romi	47.993	69.567
Material de Transporte	Albarus	71.686	69.159
Calçados	Grendene	203.221	67.654
Químico	Rhodia-Ster	84.866	63.336
Químico	Milennium	46.519	57.953
Material de Transporte	Iochpe-Maxion	-5.111	50.826
Embalagens	Petropar	55.502	47.734
Alimentos	Avipal	20.812	41.525
Têxtil, couro e vestuário	Marisol	21.672	37.663
Têxtil, couro e vestuário	Santista Têxtil	44.407	35.032
Material de Construção	Eternit	28.056	33.315
Máquinas e Equipamentos	Embraco	85.257	29.246
Metalurgia	Panatlântica	18.760	28.012
Máquinas e Equipamentos	Kepler & Weber	20.336	27.626
Têxtil, couro e vestuário	Cedro	11.649	25.328
Alimentos	Cacique	21.201	24.007
Armas e Munições	Forjas Taurus	34.709	23.324
Alimentos	Iguaçu Café	45.251	22.892
Metalurgia	Tekno	24.312	22.855
Máquinas e Equipamentos	Itautec	10.403	22.527
Têxtil, couro e vestuário	Santanense	-34.239	20.220
Diversos	Technos Relógios	25.669	19.403
Metalurgia	Mangels	7.911	19.137
Editora	Saraiva	14.928	18.206
Metalurgia	Confab	20.507	17.519
Papel e Celulose	Celulose Irani	12.606	17.330
Calçados	Azaléa	9.896	17.008
Têxtil, couro e vestuário	Dohler	15.749	15.704
Utilidades Domésticas	Nadir Figueiredo	6.627	15.685
Material de Transporte	Tupy	9.073	14.916
Armas e Munições	CBC Cartuchos	14.274	14.835
Máquinas e Equipamentos	Metisa	9.422	13.804
Têxtil, couro e vestuário	Karsten	10.449	12.467
Têxtil, couro e vestuário	Vicunha Têxtil	22.538	11.844
Utilidades Domésticas	Springer	7.460	11.116
Máquinas e Equipamentos	Schulz	3.877	10.319
Siderurgia	Aliperti	10.257	10.077
Máquinas e Equipamentos	Bardella	1.929	7.464
Embalagens	Metal Iguaçu	8.841	7.145
Metalurgia	Metalúrgica Duque	5.349	4.922
Alimentos	Oderich	1.225	4.825

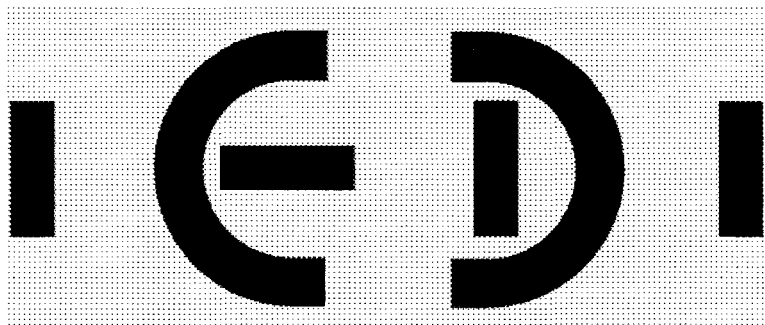
Continua

Material de Construção	CP Cimento	25.307	4.387
Metalurgia	Wetzel	-7.310	4.233
Material de Construção	Portobello	144	4.025
Alimentos	Granóleo	1.660	3.471
Equipamentos Elétricos	Trafo	-7.960	3.191
Metalurgia	Fibam	343	3.000
Papel e Celulose	Melhoramentos SP	4.879	2.695
Diversos	Sansuy	2.229	2.123
Metalurgia	Riosulense	956	1.700
Metalurgia	Gazola	-3.528	1.096
Alimentos	Vigor	2.834	418
Calçados	Vulcabras	-7.916	279
Têxtil, couro e vestuário	Renaux Têxtil	-3.589	-74
Máquinas e Equipamentos	Aços Altona	-6.275	-1.579
Brinquedos/Lazer	Tectoy	-8.254	-2.903
Madeira	Manasa	-11.156	-6.392
Têxtil, couro e vestuário	Arthur Lange	3.290	-7.089
Utilidades Domésticas	Semp Toshiba	3.157	-7.700
Metalurgia	Ferragens Haga	-9.048	-9.114
Têxtil, couro e vestuário	Schlosser	-10.176	-16.581
Têxtil, couro e vestuário	Hering	11.602	-17.741
Utilidades Domésticas	Gradiente	-180.818	-20.054
Brinquedos/Lazer	Bicicletas Caloi	-22.449	-20.700
Têxtil, couro e vestuário	Renaux – couro	-3.431	-28.730
Material de Transporte	Plascar	-40.536	-35.401
Madeira	Eucatex	-49.014	-40.086
Alimentos	Café Brasília	-172.381	-111.217
Produtos de Limpeza e Cosméticos	Bombril	-1.853.463	-483.729

FONTE: IEDI (Adaptado pelo Autor)

ANEXO III

Endividamento e Resultado das Empresas Industriais em 2004



Instituto de Estudos para o
Desenvolvimento Industrial

**ENDIVIDAMENTO E RESULTADO
DAS EMPRESAS INDUSTRIAIS EM 2004**

Abr/2005

Conselho do IEDI

Abraham Kasinski <i>Sócio Emérito</i>	Josué Christiano Gomes da Silva <i>Diretor Geral</i>
Amarílio Proença de Macêdo	Lirio Albino Parisotto
Andrea Matarazzo	Luiz Alberto Garcia
Antonio Marcos Moraes Barros	Marcelo Bahia Odebrecht
Benjamin Steinbruch	Mário Milani
Carlos Antônio Tilkian	Miguel Abuhab
Carlos Francisco Ribeiro Jereissati	Nildemar Secches
Carlos Mariani Bittencourt	Olavo Monteiro de Carvalho
Carlos Pires Oliveira Dias	Paulo Guilherme Aguiar Cunha
Claudio Bardella	Paulo Setúbal
Daniel Feffer	Pedro Eberhardt
Décio da Silva	Pedro Franco Piva
Eugênio Emílio Staub	Pedro Grendene Bartelle
Flávio Gurgel Rocha	Rinaldo Campos Soares
Francisco Amaury Olsen	Robert Max Mangels
Guilherme Peirão Leal	Roberto Caiuby Vidigal
Hugo Miguel Etchenique	Roberto de Rezende Barbosa
Ivo Rosset	Roger Agnelli
Ivency Brochmann Ioschpe <i>Presidente do Conselho</i>	Rogério Pinto Coelho Amato
Jacks Rabinovich	Salo Davi Seibel
Jorge Gerdau Johannpeter	Thomas Bier Herrmann
José Antonio Fernandes Martins	Victório Carlos De Marchi
José Roberto Ermírio de Moraes	Walter Fontana Filho

Paulo Diederichsen Villares
Membro Colaborador

Paulo Francini
Membro Colaborador

Julio Sergio Gomes de Almeida
Diretor-Executivo

ENDIVIDAMENTO E RESULTADO DAS EMPRESAS INDUSTRIAIS EM 2004

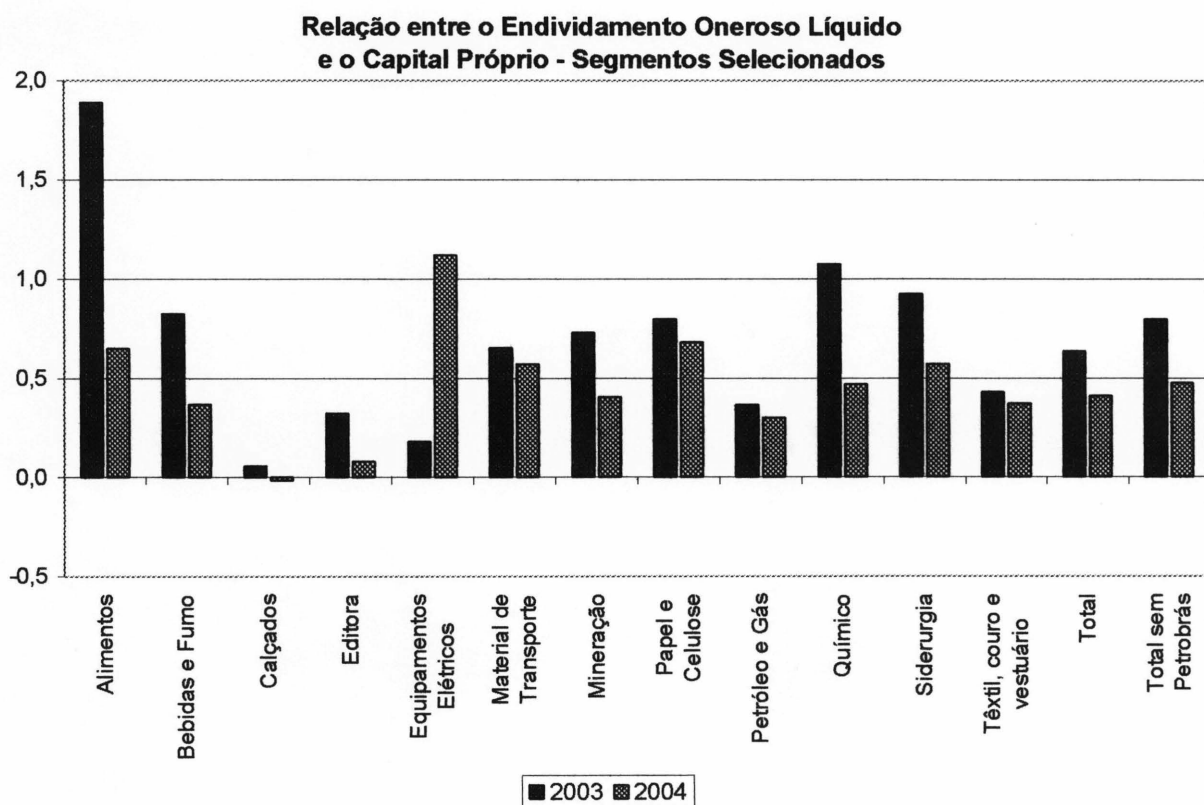
Principais Resultados e Conclusões	1
Introdução.....	6
Composição da Amostra.....	6
Estrutura de Capitais e Endividamento	7
Desempenho Econômico	10
Dados e Informações Adicionais.....	13

Principais Resultados e Conclusões

Os dados comparados de 2004 e 2003 demonstram que houve uma significativa queda no endividamento das grandes empresas brasileiras. É o que mostram os indicadores para 112 grandes empresas industriais pesquisadas pelo IEDI.

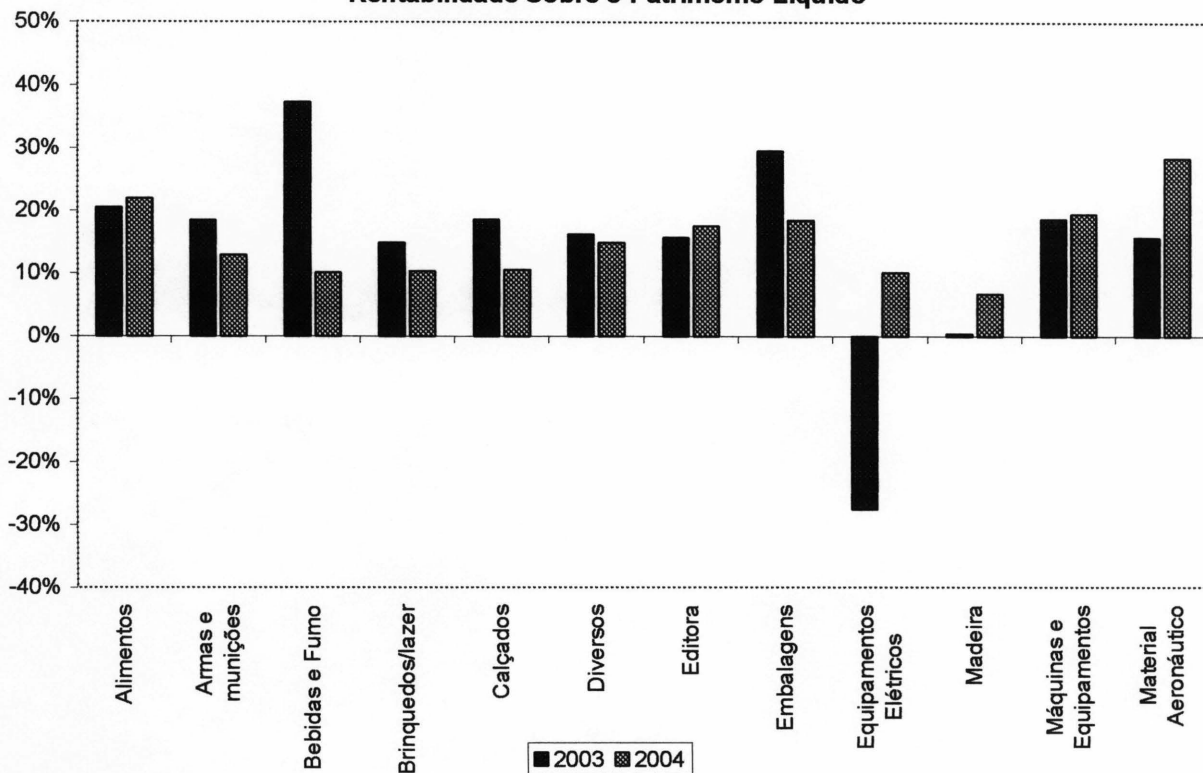
O endividamento geral, que pode ser averiguado através da Relação entre Capital de Terceiros e o Capital Próprio, acusou recuo significativo entre 2003 e 2004, de 1,70 para 1,34, considerando o total da amostra, e de 1,72 para 1,37, considerando o total sem a Petrobrás. Cumpre frisar alguns resultados segundo as atividades:

- ✓ Registraram as maiores quedas os seguintes segmentos: Alimentos, de 3,18 para 2,18; Bebidas e Fumo, de 1,97 para 0,93; Químico, de 2,13 para 1,59; Siderurgia, de 1,70 para 1,45; e Petróleo e Gás, de 1,72 para 1,30.
- ✓ Alguns segmentos apresentaram elevação, como: Equipamentos Elétricos, de 0,98 para 2,23; Material de Construção, de 1,14 para 1,21; e Utilidades Domésticas, de 1,35 para 2,0.

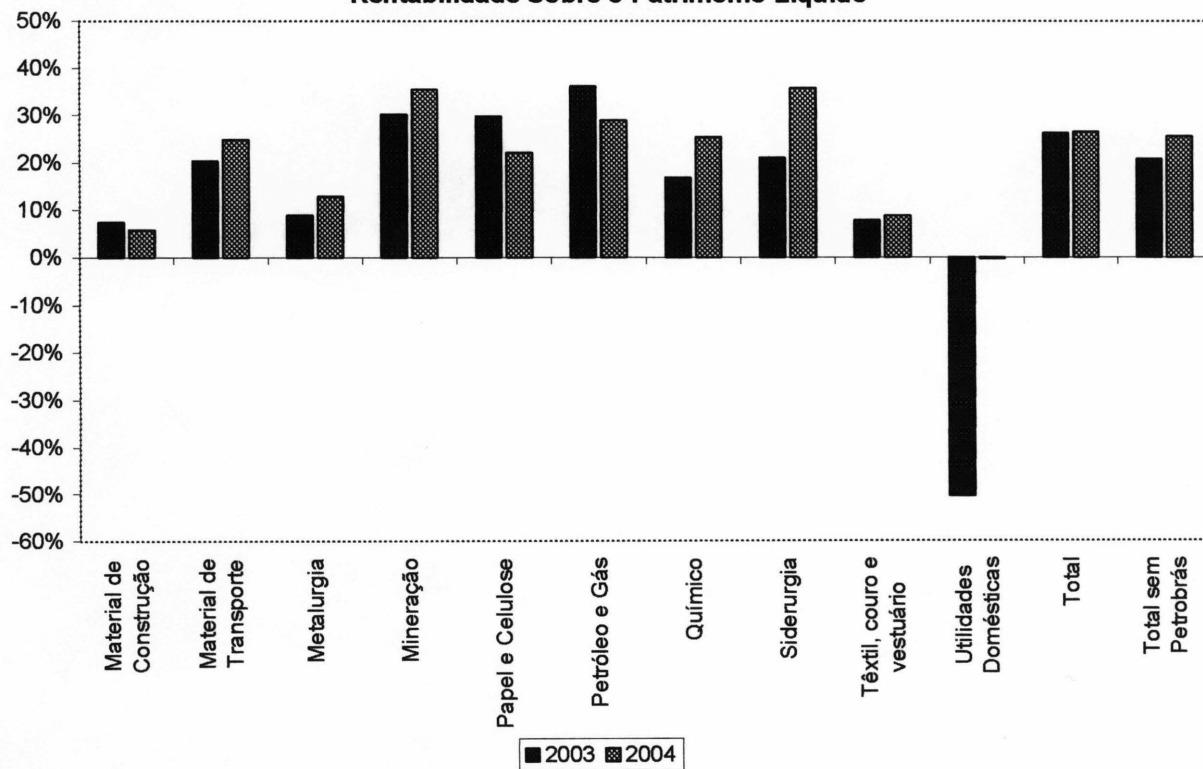


A Estrutura de Capitais também refletiu a redução do quadro de endividamento da indústria considerada na amostra. Os Recursos Próprios foram responsáveis por 42,8% das fontes de recursos em 2004, contra 37% em 2003; a participação dos Recursos Onerosos de Terceiros caiu para 28% em 2004 (35,4% em 2003); finalmente, a participação das Outras Fontes subiu de 27,6%, em 2003, para 29,2%, em 2004.

Rentabilidade Sobre o Patrimônio Líquido



Rentabilidade Sobre o Patrimônio Líquido



Entre os segmentos que tiveram elevação da participação dos Recursos Próprios destacam-se: Petróleo e Gás, de 36,8% para 43,4%; Siderurgia, de 37,0% para 40,8%; Alimentos, de 23,9% para 31,5%; Bebidas e Fumo, de 33,6% para 51,7%; Químico, de 31,9% para 38,6%; e Papel e Celulose, de 40,4% para 45,2%.

Cabe ainda chamar a atenção para a redução do endividamento de curto prazo no total dos empréstimos obtida pelas empresas, o que pode ser interpretado como uma melhora no perfil do endividamento empresarial. Considerando os totais referentes às 112 empresas pesquisadas, respectivamente, com e sem Petrobrás, a participação dos empréstimos de curto prazo no total dos empréstimos passa de 33% para 28% e de 39% para 34%, entre 2003 e 2004.

Os dados também sugerem uma expressiva melhora no desempenho operacional das grandes empresas industriais no ano passado. Com efeito, o Lucro da Atividade sobre a RL no total da amostra sem a Petrobrás subiu de 15,5%, em 2003, para 21,1%, em 2004. Ademais, a rentabilidade sobre a receita líquida cresceu de 10,7% para 13,5%.

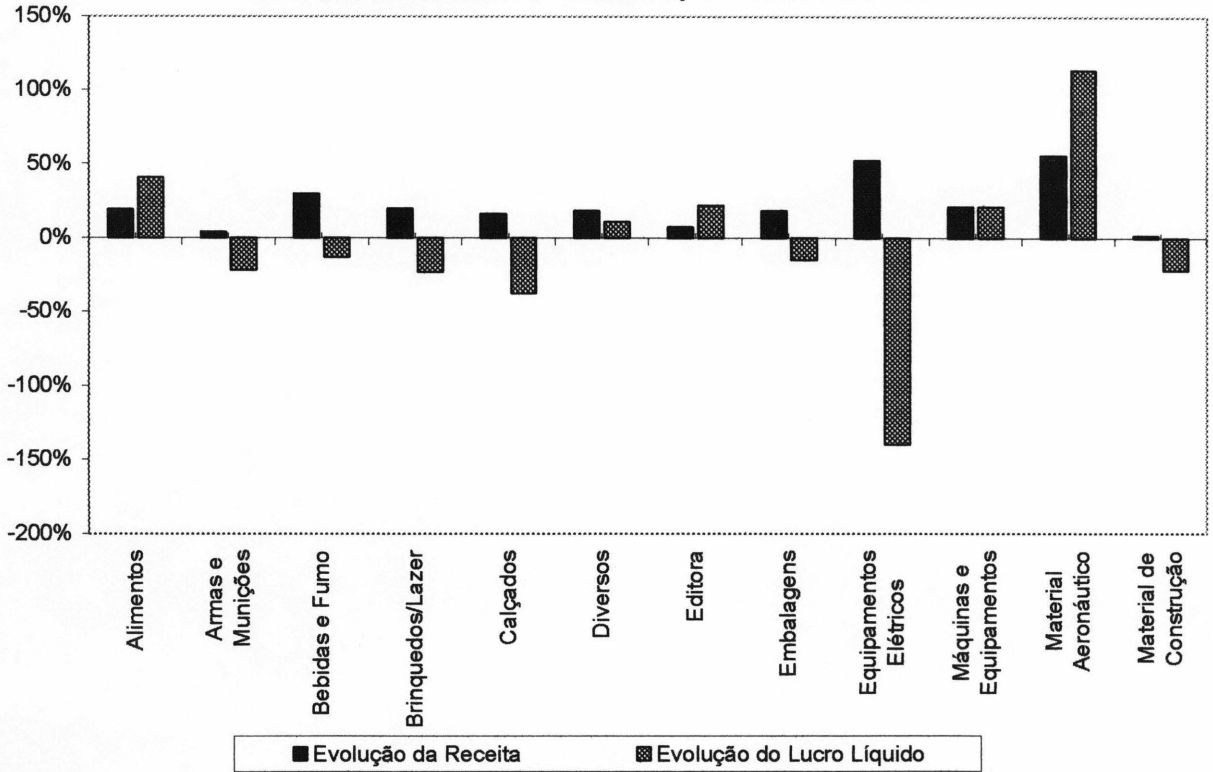
Em suma, é importante destacar que os resultados acima evidenciam uma contundente melhora do desempenho operacional das grandes empresas industriais brasileiras durante o último ano. E cabe assinalar que a variação cambial não auxiliou na formação do lucro das companhias, principalmente as exportadoras e as que possuem dívidas atreladas à variação cambial.

Um aspecto importante é que a taxa de câmbio média de 2004, R\$ 2,92, foi cerca de 5% menor do que a média de 2003 (R\$ 3,07). Isto deve ser levado em consideração, dada a importância da exportação na formação do resultado da indústria, uma vez que segmentos relevantes na amostra têm parte significativa das suas receitas oriundas do exterior, como Calçados, Mineração, Papel e Celulose, Alimentos, Material Aeronáutico e Siderurgia. Ou seja, a valorização da moeda nacional ocorrida no segundo semestre de 2004 não afetou o desempenho das empresas industriais, certamente porque fatores como preços internacionais de produtos de exportação e melhor desempenho do mercado externo compensaram esse resultado.

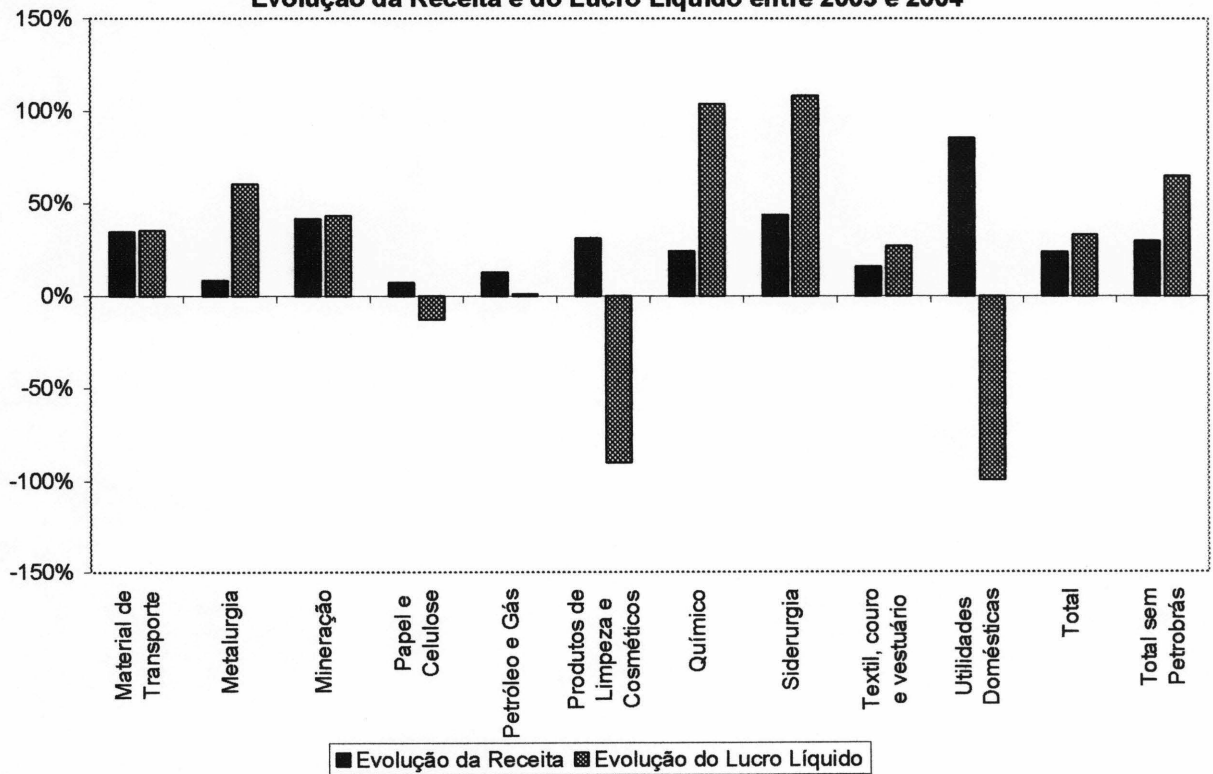
Outro dado que denota o avanço no desempenho da indústria foi o aumento de 33,1% em 2004 no valor do Lucro Líquido acumulado das empresas selecionadas, um percentual significativamente mais elevado do que o crescimento da Receita Líquida, de 23,8%. Notar que a variação do IGP-M no período foi de 12,4%. Em parte isto pode ser atribuído a um fator que vem assustando (mas não deveria fazê-lo) as autoridades econômicas brasileiras, qual seja, a maior utilização da capacidade instalada das empresas. Ao contrário do que muitos imaginam, a maior utilização – desde que não seja alcançado o ponto de produção máxima – é um fator que, além de constituir um incentivo ao investimento, permite amortecer tensões de preços e contribui para ampliar a rentabilidade, pois abre oportunidade para que as empresas diluam seus custos fixos de produção.

A maior produtividade do setor industrial brasileiro, a qual, segundo dados do IEDI, evoluiu cerca de 6% em 2004, foi certamente outro fator de sumo relevo a contribuir para que o setor melhorasse significativamente seu desempenho e rentabilidade.

Evolução da Receita e do Lucro Líquido entre 2003 e 2004



Evolução da Receita e do Lucro Líquido entre 2003 e 2004



A principal consideração sobre os demonstrativos financeiros das grandes empresas é que os excelentes resultados obtidos nos dois últimos exercícios sociais, aliados à queda nos níveis de endividamento em 2004, deixam a indústria bem posicionada para um novo ciclo de investimentos. Isto considerando a manutenção das expectativas de retorno, do crescimento da demanda e da renda e também da capacidade de captação de novos recursos para financiar investimentos para o aumento da capacidade produtiva.

Para efeito de comparação com o desempenho das grandes empresas industriais, observe-se que considerando cinco instituições financeiras (Banco do Brasil, Bradesco, Itaú, Unibanco e Banespa) classificadas entre as dez maiores no ranking do Banco Central, a taxa de retorno sobre o PL em 2004 foi de 22,6%, registrando um aumento em relação a 2003 (21,5%).

Boa lucratividade e redução (além da melhora do perfil) das dívidas significam que as empresas ganham capacidade de investir, seja porque passam a dispor de mais amplas fontes internas de recursos, seja porque se habilitam a novamente se endividar para financiar os eventuais novos investimentos.

Consideramos que condições tão propícias para o desempenho da empresa industrial, como as que se apresentaram em 2004, não devem se repetir nos próximos anos. Uma outra consideração a ser sublinhada é que os excelentes resultados do ano passado serviram para minimizar a restrição financeira e do financiamento que se apresentava como limite à realização de novos investimentos. Em outras palavras, no presente momento a restrição financeira das empresas é menor, pelo menos no que se refere à grande empresa.

É relevante preservar esta capacitação financeira porque esta é uma pré-condição para o aumento do investimento na economia brasileira, embora não seja a única, pois perduram dúvidas sobre a segurança do investimento de longo prazo e se a economia brasileira de fato apresenta uma boa perspectiva de aumento de demanda. Em particular, as indagações que se fazem dizem respeito à segurança que se pode atribuir a um investimento de longo prazo como em infra-estrutura e, sobre a demanda, a dúvida que se coloca é se esta será contida em nome do controle inflacionário ou terá prosseguimento o seu crescimento. A política econômica em curso poderia dedicar maiores esforços para, no que depender de sua ação, deixar ambas as questões esclarecidas.

Introdução

O presente levantamento abrange 112 companhias abertas do setor industrial, cujas demonstrações financeiras são auditadas conforme as regras da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Trata-se, portanto, de um conjunto de empresas que podem ser consideradas de grande porte.

As empresas foram classificadas por atividade econômica e os grupos econômicos tratados pela empresa consolidadora das informações; portanto as controladas foram eliminadas da amostra para evitar a dupla contagem. Um exemplo é a eliminação da Petroquisa, controlada da Petrobrás.

Os indicadores selecionados têm o propósito de verificar três situações: i) a estrutura de capitais; ii) a situação financeira; iii) o desempenho econômico por segmento. Os indicadores selecionados foram:

1. Estrutura de Capitais: indica como os ativos são financiados, dividindo a estrutura do passivo em Recursos Próprios (Patrimônio Líquido e Participações Minoritárias), Recursos de Terceiros Onerosos (bancos e outros títulos de dívida cuja remuneração esteja contratada como debêntures) e Outras Fontes (fornecedores, encargos sociais e fiscais a pagar e outros);
2. Liquidez Corrente: indica a capacidade de solvência da empresa no Curto Prazo, é a razão entre o Ativo Circulante e o Passivo Circulante;
3. Relação entre o Capital de Terceiros e o Capital Próprio: estabelece quanto de Capital de Terceiros existe para cada unidade de Capital Próprio, é um indicador de alavancagem financeira;
4. Relação entre o Endividamento Oneroso líquido e os Recursos Próprios: é formado pelos empréstimos e financiamentos e as debêntures menos as disponibilidades e as aplicações financeiras sobre o volume de Recursos Próprios, também é um indicador de alavancagem financeira;
5. Participação dos Empréstimos de Curto Prazo no total de Empréstimos: o propósito é demonstrar o grau de vulnerabilidade do passivo oneroso da base de empresas, quanto maior este indicador maior é a fragilidade do passivo oneroso;
6. Grau de Imobilização: demonstra quanto do patrimônio líquido está comprometido com o ativo permanente;
7. Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido;
8. Rentabilidade sobre a Receita Líquida;
9. Relação entre o Endividamento Total e a Receita Líquida;
10. Lucro da Atividade sobre a Receita Líquida: refere-se ao resultado operacional sem as despesas ou receitas financeiras líquidas, o propósito deste indicador é demonstrar a lucratividade pura do negócio.

Composição da Amostra

As 112 companhias foram agrupadas em 23 segmentos de atividade. Dentre eles, os maiores em termos de receita líquida de 2004 são: Petróleo e Gás (33,9% da Receita Líquida Total) que é formado pela Petrobrás, maior empresa da amostra, e outra refinaria, porém pouco

significativa perto da gigante estatal; Siderurgia (17,8%), formado por empresas como Usiminas, Acesita, Companhia Siderúrgica Nacional, Belgo Mineira, Gerdau e Companhia Siderúrgica de Tubarão; Mineração (8,3%), representado pela Cia Vale do Rio Doce; Alimentos (5,13%), formado por empresas como a Sadia e Perdigão; e Bebidas e Fumo (4,68%), formado pela Souza Cruz e Ambev. Outra empresa relevante na amostra é a Embraer, única representante do segmento de Material Aeronáutico e responsável por 3,09% do total. A Tabela abaixo segue a participação e a quantidade de empresas nos segmentos considerados para este estudo.

Participação de Cada Segmento no Total da Amostra
(Segundo a Receita Líquida de 2004 e Quantidade de Empresas)

Segmento	Participação sobre a Receita Líquida (%)	Nº de Empresas	Segmento	Participação sobre a Receita Líquida (%)	Nº de Empresas
Alimentos	5,13%	10	Material de Construção	0,40%	3
Armas e Munições	0,13%	2	Material de Transporte	2,50%	7
Bebidas e Fumo	4,68%	2	Metalurgia	0,70%	10
Brinquedos/Lazer	0,02%	2	Mineração	8,30%	1
Calçados	1,06%	4	Papel e Celulose	4,30%	7
Diversos	0,41%	3	Petróleo e Gás	33,90%	2
Editora	0,13%	1	Produtos de Limpeza e Cosméticos	0,70%	2
Embalagens	0,15%	2	Químico	11,30%	13
Equipamentos Elétricos	0,03%	1	Siderurgia	17,80%	9
Madeira	0,53%	3	Têxtil e Vestuário	2,20%	14
Máquinas e Equip.	2,26%	9	Utilidades Domésticas	0,40%	4
Material Aeronáutico	3,09%	1	Total	100,00%	112

Estrutura de Capitais e Endividamento

Em 2004 não ocorreram grandes transformações nas condições de financiamento à indústria em relação ao mesmo período do ano passado. O estoque de crédito concedido ao setor industrial pelo sistema financeiro nacional, em dezembro de 2003, estava em R\$ 117,9 bilhões e, em dezembro de 2004, em R\$ 124,9 bilhões, um crescimento de 6,9%.

A taxa de câmbio, um fator que certamente influencia a situação patrimonial das empresas – principalmente daquelas que possuem endividamento atrelado à variação cambial –, registrou queda de 7,7% se considerarmos o a cotação da moeda norte-americana entre dezembro de 2003 (R\$ 2,87) e dezembro de 2004 (R\$ 2,65). Porém, em 2003, a queda na mesma cotação foi de 19,4%, quando comparado com o fechamento de dezembro de 2002 (R\$ 3,56).

Para efeito de comparação entre os dois períodos, os resultados de 2003 foram beneficiados pela maior intensidade na redução do estoque das dívidas com variação cambial do que em 2004.

O endividamento geral, que pode ser observado através dos indicadores da Relação entre o Capital de Terceiros e o Capital Próprio e da Relação entre Endividamento Oneroso Líquido e o Capital Próprio, acusou uma queda significativa entre os finais dos dois períodos considerados neste estudo.

O primeiro indicador mencionado no parágrafo anterior caiu de 1,70 para 1,34, entre 2003 e 2004, considerando o total da amostra e de 1,72 para 1,37, considerando o total sem a Petrobrás.

As atividades industriais que sofreram maior redução no indicador entre os dois períodos são: Alimentos, de 3,18 para 2,18; Bebidas e Fumo, de 1,97 para 0,93; Químico, de 2,13 para 1,59; Siderurgia, de 1,70 para 1,45; e Petróleo e Gás, de 1,72 para 1,30. Outros segmentos apresentaram aumento: Equipamentos Elétricos, de 0,98 para 2,23; Material de Construção, de 1,14 para 1,21; e Utilidades Domésticas, de 1,35 para 2,0.

No segundo indicador (Relação entre Endividamento Oneroso Líquido e o Capital Próprio), o total da amostra apresentou uma queda de 0,63, em 2003, para 0,41, em 2004, e o total da amostra sem Petrobrás registrou queda de 0,80 para 0,48 entre os mesmos períodos.

Neste caso, entre os segmentos que registraram queda no indicador, podemos citar: Alimentos, de 1,89 para 0,65; Siderurgia, de 0,92 para 0,57; Editora, de 0,32 para 0,08; Bebidas e Fumo, de 0,82 para 0,37; Material de Transporte, de 0,65 para 0,57; Mineração, de 0,73 para 0,40; e Químico, de 1,07 para 0,47. Alguns apresentaram elevação: Metalurgia, de 0,24 para 0,38; Material de Construção, de 0,34 para 0,45; Utilidades Domésticas, de 0,27 para 0,38; e Equipamentos Elétricos, de 0,18 para 1,12.

Cabe destacar que os segmentos Brinquedos/Lazer, devido à situação financeira da companhia Bicicletas Caloi e Produtos de Limpeza e Cosméticos, devido à situação financeira da Bombril, possuem Patrimônio Líquido negativo.

A Estrutura de Capitais também refletiu a redução do endividamento da indústria considerada na amostra. Os Recursos Próprios foram responsáveis por 42,8% das fontes de recursos em 2004 (37% em 2003), a participação dos Recursos Onerosos de Terceiros caiu para 28% em 2004 (35,4% em 2003), enquanto a participação das Outras Fontes subiu de 27,6%, em 2003, para 29,2%, em 2004.

Entre os segmentos que tiveram elevação da participação dos Recursos Próprios destacam-se os seguintes: Petróleo e Gás, de 36,8% para 43,4%; Siderurgia, de 37,0% para 40,8%; Alimentos, de 23,9% para 31,5%; Bebidas e Fumo, de 33,6% para 51,7%; Químico, de 31,9% para 38,6%; e Papel e Celulose, de 40,4% para 45,2%.

Por outro lado, alguns segmentos experimentaram retração da participação dos Recursos Próprios, tais como: Equipamentos Elétricos, de 50,6% para 30,9%; Madeira, de 45,1% para 42,4%; Embalagens, de 65,6% para 60% e; Utilidades Domésticas, de 42,6% para 33,4%.

O percentual de recursos classificados como Outras Fontes aparece como importante fonte de recursos para alguns segmentos em 2004, como: Editora, de 44% (48,7% em 2003), Material Aeronáutico, de 43,4% (47,1% em 2003); Metalurgia, de 42,5% (39,7% em 2003); Produtos de Limpeza e Cosméticos, de 104,5% (77,4% em 2003); e Utilidades Domésticas, de 46,5% (37,4% em 2003).

Os setores que experimentaram maior nível de endividamento oneroso (Recursos de Terceiros Onerosos), em 2004, são: Alimentos, 41,9% (53,5% em 2003); Papel e Celulose, de 40,9 (44,5% em 2003); e Equipamentos Elétricos, de 37,6% (16,7% em 2003).

Indicadores Financeiros

	Liquidez Corrente (a)		Relação entre o Capital de Terceiros e o Próprio (b)		Relação entre o Endividamento Oneroso Líquido e o Capital Próprio (c)	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Alimentos	1,28	1,34	3,18	2,18	1,89	0,65
Armas e munições	2,25	1,96	0,64	0,73	0,18	0,19
Bebidas e Fumo	1,20	0,75	1,97	0,93	0,82	0,37
Brinquedos/lazer*	0,17	0,11	-1,18	-1,13	-0,63	-0,63
Calçados	3,06	2,90	0,68	0,72	0,06	-0,02
Diversos	2,20	2,12	0,70	0,70	0,08	0,12
Editora	1,42	1,46	1,75	1,70	0,32	0,08
Embalagens	1,85	1,91	0,52	0,67	0,03	0,15
Equipamentos Elétricos	1,27	1,31	0,98	2,23	0,18	1,12
Madeira	1,12	1,16	1,22	1,36	0,55	0,59
Máquinas e Equipamentos	1,33	1,39	1,39	1,44	0,13	0,18
Material Aeronáutico	1,53	1,91	2,41	2,17	-0,17	0,02
Material de Construção	1,24	0,94	1,14	1,21	0,34	0,45
Material de Transporte	1,48	1,55	1,79	1,88	0,65	0,57
Metalurgia	1,37	1,45	2,02	2,10	0,24	0,38
Mineração	1,13	1,28	1,33	1,15	0,73	0,40
Papel e Celulose	1,24	1,74	1,47	1,21	0,80	0,68
Petróleo e Gás	1,39	1,49	1,72	1,30	0,37	0,30
Produtos de Limpeza	0,92	1,07	-11,34	-5,64	-2,24	0,00
Químico	1,16	1,32	2,13	1,59	1,07	0,47
Siderurgia	1,25	1,63	1,70	1,45	0,92	0,57
Têxtil, couro e vestuário	1,65	1,87	0,99	0,94	0,43	0,37
Utilidades Domésticas	1,42	1,19	1,35	2,00	0,27	0,38
Total	1,32	1,45	1,70	1,34	0,63	0,41
Total sem Petrobrás	1,28	1,42	1,72	1,37	0,80	0,48

* O segmento tem patrimônio líquido negativo

a - razão entre o Ativo Circulante e o Passivo Circulante

b - indica quanto de recursos de terceiro há para cada unidade de recursos próprios

c - indica quanto de endividamento líquido há para cada unidade de recursos próprios

OBS: o sinal negativo no item C desta tabela indica que o segmento tem recursos disponíveis superiores ao endividamento.

Indicadores Financeiros

	Participação dos Empréstimos de Curto Prazo no Total dos Empréstimos		Grau de Imobilização do Capital Próprio		Relação entre o Endividamento Total e a Receita Líquida	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Alimentos	0,62	0,64	1,17	0,93	0,46	0,30
Armas e munições	0,70	0,78	0,45	0,49	0,14	0,15
Bebidas e Fumo	0,38	0,46	1,17	1,33	0,54	0,54
Brinquedos/lazer*	0,65	0,68	-0,07	-0,05	2,85	2,63
Calçados	0,38	0,38	0,48	0,44	0,17	0,15
Diversos	0,55	0,60	0,63	0,71	0,17	0,17
Editora	0,56	0,87	0,66	0,49	0,10	0,12
Embalagens	0,33	0,37	0,58	0,71	0,06	0,10
Equipamentos Elétricos	1,00	0,79	0,68	0,65	0,14	0,37
Madeira	0,56	0,55	1,41	1,43	0,53	0,51
Máquinas e Equipamentos	0,67	0,62	0,75	0,74	0,19	0,21
Material Aeronáutico	0,50	0,38	0,64	0,53	0,46	0,35
Material de Construção	0,61	0,82	1,29	1,32	0,44	0,47
Material de Transporte	0,39	0,31	0,99	0,94	0,25	0,20
Metalurgia	0,76	0,66	1,00	0,93	0,27	0,26
Mineração	0,31	0,25	1,65	1,53	0,71	0,44
Papel e Celulose	0,36	0,23	1,57	1,42	0,97	0,87
Petróleo e Gás	0,20	0,16	1,39	1,29	0,44	0,34
Produtos de Limpeza	0,54	0,53	-2,72	-1,31	0,25	0,10
Químico	0,38	0,31	1,90	1,45	0,44	0,27
Siderurgia	0,35	0,27	1,72	1,42	0,69	0,41
Têxtil, couro e vestuário	0,52	0,41	0,88	0,87	0,35	0,28
Utilidades Domésticas	0,82	0,87	0,86	0,96	0,23	0,16
Total	0,33	0,28	1,45	1,31	0,51	0,37
Total sem Petrobrás	0,39	0,34	1,50	1,32	0,55	0,39

* segmento com PL negativo.

Estrutura de Capitais – Participação dos Recursos (%)

	Recursos Próprios		Recursos de Terceiros Onerosos		Outras Fontes	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Alimentos	23,9	31,5	53,5	41,9	22,6	26,6
Armas e munições	60,9	58,0	13,5	12,9	25,6	29,2
Bebidas e Fumo	33,6	51,7	35,9	23,1	30,4	25,2
Brinquedos/lazer	-570,5	-751,5	361,7	477,0	308,8	374,6
Calçados	59,6	58,2	19,6	17,2	20,8	24,6
Diversos	58,8	59,0	15,5	15,1	25,7	25,9
Editora	36,4	37,1	14,9	19,0	48,7	44,0
Embalagens	65,6	60,0	7,7	10,7	26,6	29,3
Equipamentos Elétricos	50,6	30,9	16,7	37,6	32,7	31,5
Madeira	45,1	42,4	30,4	32,0	24,5	25,6
Máquinas e Equipamentos	41,8	41,0	19,2	20,9	38,9	38,1
Material Aeronáutico	29,4	31,6	23,5	25,1	47,1	43,4
Material de Construção	46,7	45,2	30,3	32,8	23,0	22,0
Material de Transporte	35,9	34,7	29,6	27,6	34,6	37,7
Metalurgia	33,1	32,2	27,2	25,2	39,7	42,5
Mineração	43,0	46,5	37,0	27,8	20,1	25,7
Papel e Celulose	40,4	45,2	44,5	40,9	15,0	14,0
Petróleo e Gás	36,8	43,4	31,6	25,8	31,6	30,8
Produtos de Limpeza e Cosméticos	-9,7	-21,5	32,3	17,1	77,4	104,5
Químico	31,9	38,6	43,2	30,7	24,9	30,7
Siderurgia	37,0	40,8	38,1	28,6	24,8	30,5
Têxtil, couro e vestuário	50,2	51,5	28,3	24,0	21,4	24,5
Utilidades Domésticas	42,6	33,4	19,9	20,2	37,4	46,5
Total	37,0	42,8	35,4	28,0	27,6	29,2
Total sem Petrobrás	36,8	42,3	37,8	29,3	25,4	28,5

Desempenho Econômico

As empresas da amostra registraram certa estabilidade no desempenho econômico em 2004 em relação ao ano anterior. A taxa de retorno sobre o Patrimônio Líquido (PL) foi de 26,6% (26,3% em 2003); o Retorno sobre a Receita Líquida (RL), foi de 14,5% (13,5% em 2003); e o Lucro da Atividade sobre a Receita Líquida aumentou para 23,4% (20,9% em 2003).

Considerando o total da amostra sem a Petrobrás destaca-se o crescimento do Lucro da Atividade, que subiu para 21,1% da Receita Líquida (15,5% da RL em 2003) e a Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido, que subiu de 20,8%, em 2003, para 25,5%, em 2004.

Nota-se claramente que alguns segmentos apresentaram queda significativa na rentabilidade, como:

- Petróleo e Gás, cujo resultado sobre o PL foi de 28,9 (36,2% em 2003), 16,1% sobre a RL (18% em 2003) e o indicador do Lucro da Atividade sobre a RL de 27,7% (29,9% em 2003);
- Bebidas e Fumo, com queda do retorno sobre o PL para 10,2% (37,3% em 2003) e sobre a RL para 12,2% (18,3% em 2003), por outro lado o Lucro da Atividade em relação à RL subiu para 24,4% (23% em 2003). Cabe destacar que a queda do retorno sobre o PL do segmento se deve ao aumento do PL da Ambev de R\$ 4,3 bilhões para R\$ 16,9 bilhões, possivelmente por conta da fusão com a Interbrew, companhia belga do segmento de bebidas;
- Calçados, cujo retorno sobre o PL caiu para 10,6% (18,5% em 2003) e sobre a RL caiu para 5,1% (9,4% em 2003), enquanto o Lucro da Atividade ficou em 10,5% (14% em 2003);

- Embalagens, com queda do retorno sobre o PL para 18,4% (29,6 em 2003) e sobre a RL para 10,8%(14,9% em 2003), sendo que o Lucro da Atividade, em percentagem da RL, subiu de 9%, em 2003, para 10%, em 2004;
- Papel e Celulose, com retorno sobre o PL de 22,2% (29,8% em 2003), 21,1% sobre a RL (25,9% em 2003) e a relação Lucro da Atividade/ Receita Líquida em 27,4% (33,4% em 2003).

Por outro lado, outras atividades industriais conseguiram melhorar o desempenho em 2004 em relação ao ano anterior:

- Editora, com retorno sobre o PL de 17,5% (15,7% em 2003), sobre a RL de 4,2% (3,7% em 2003) e o Lucro da Atividade sobre a RL ficando em 6,2% (4,6% em 2003);
- Material Aeronáutico, cujo retorno sobre o PL subiu para 28,4% (15,7% em 2003) e sobre a RL para 12,3% (8,9% em 2003), sendo que o desempenho do Lucro da Atividade em relação à RL saiu de 5%, em 2003, para 8,5%, em 2004;
- Siderurgia, com elevação do retorno sobre o PL para 35,9% (21,1% em 2003) e sobre a RL para 19,6% (13,5% em 2003). O Lucro da Atividade alcançou 31,7% sobre a RL (18,5% em 2003);
- Metalurgia, com retorno sobre o PL de 12,9% (8,9% em 2003) e sobre a RL de 4,2% (2,9% em 2003), enquanto o Lucro da Atividade sobre a RL cresceu de 5,3%, em 2003, para 10%, em 2004.

A comparação entre 2003 e 2004 sugere que houve uma melhora do desempenho operacional da indústria, pois houve manutenção da rentabilidade sobre a receita líquida no total da amostra e o crescimento no total sem Petrobrás. No mesmo período, o Lucro da Atividade sobre a RL no total da amostra sem a Petrobrás também subiu, conforme mencionado anteriormente.

Esta afirmação torna-se ainda mais contundente se considerarmos que a variação cambial não interferiu na mesma intensidade no resultado e endividamento das companhias por conta de apreciação cambial, como ocorreu em 2003.

Um aspecto relevante é que a taxa de câmbio média ficou em R\$ 2,92 durante 2004, enquanto que em 2003 foi de R\$ 3,07. Isto deve ser levado em consideração pela importância da exportação na formação do resultado da indústria, uma vez que segmentos relevantes na amostra têm parte significativa das suas receitas oriundas do exterior, como Mineração, Calçados, Papel e Celulose, Alimentos, Material Aeronáutico e Siderurgia.

Outro dado importante é a evolução absoluta do lucro líquido e da receita líquida entre 2003 e 2004.

Alguns segmentos apresentaram performance impressionante como: Madeira, cujo crescimento do Lucro Líquido foi de 1.948,7%; Material Aeronáutico, de 113,7%; Siderurgia, de 108,2%; e Químico, de 103,8%.

Por outro lado, determinadas atividades sofreram queda no LL, sobressaindo o declínio da indústria de equipamentos elétricos, com recuo de 140,2%, do segmento de Utilidades Domésticas, cujo LL caiu 99,7%, e o setor de Produtos de Limpeza e Cosméticos, que enfrentou declínio de 89,7% no Lucro Líquido. Deve-se observar que tais segmentos perceberam redução no LL a despeito de incremento na Receita Líquida. Além dessas, vale

assinalar outras atividades que experimentaram retração no Lucro Líquido: as indústrias de Bebidas e Fumo, com declínio de 13,2%; de Calçados, com retração de 37,4%; e Papel e Celulose, queda de 12,7%.

Indicadores de Desempenho (%)

	Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido		Rentabilidade sobre a Receita Líquida		Lucro da Atividade sobre a Receita Líquida(a)	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Alimentos	20,5	22,0	4,1	4,8	7,4	8,2
Armas e munições	18,4	13,0	11,6	8,7	12,8	9,2
Bebidas e Fumo	37,3	10,2	18,3	12,2	23,0	24,4
Brinquedos/lazer*	-	-	-66,7	-42,9	-39,2	-19,2
Calçados	18,5	10,6	9,4	5,1	14,0	10,5
Diversos	16,2	14,9	10,1	9,5	15,3	13,6
Editora	15,7	17,5	3,7	4,2	4,6	6,2
Embalagens	29,6	18,4	14,9	10,8	9,0	10,0
Equipamentos Elétricos	-27,5	10,1	-11,8	3,1	-10,1	8,6
Madeira	0,3	6,8	0,3	4,5	9,8	12,7
Máquinas e Equipamentos	18,7	19,5	7,8	7,8	10,5	9,9
Material Aeronáutico	15,7	28,4	8,9	12,3	5,0	8,5
Material de Construção	7,4	5,9	4,5	3,4	10,9	10,4
Material de Transporte	20,4	24,8	5,9	5,9	10,5	11,8
Metalurgia	8,9	12,9	2,9	4,2	5,3	10,0
Mineração	30,2	35,6	23,2	23,5	26,5	29,2
Papel e Celulose	29,8	22,2	25,9	21,1	33,4	27,4
Petróleo e Gás	36,2	28,9	18,0	16,1	29,9	27,7
Produtos de Limpeza e Cosméticos*	-	-	-105,8	-8,3	-80,3	5,6
Químico	16,9	25,4	5,0	8,3	11,0	15,5
Siderurgia	21,1	35,9	13,5	19,6	18,5	31,7
Têxtil, couro e vestuário	7,8	8,9	4,8	5,3	9,2	10,2
Utilidades Domésticas	-50,6	-0,3	-23,6	-0,1	-16,7	3,6
Total	26,3	26,6	13,5	14,5	20,9	23,4
Total sem Petrobrás	20,8	25,5	10,7	13,5	15,5	21,1

(a) Lucro da Atividade é o Lucro Operacional adicionado das despesas financeiras líquidas.

* Segmento com PL negativo.

Evolução da Receita Líquida e do Lucro Líquido 2003-2004 (%)

Segmentos	Receita Líquida	Lucro Líquido
Alimentos	19,1	40,6
Armas e Munições	4,1	-22,1
Bebidas e Fumo	29,8	-13,2
Brinquedos/Lazer	19,5	-23,1
Calçados	16,2	-37,4
Diversos	18,1	10,7
Editora	7,4	22,0
Embalagens	18,2	-14,7
Equipamentos Elétricos	52,5	-140,1
Madeira	17,3	1.948,7
Máquinas e Equipamentos	20,9	21,0
Material Aeronáutico	55,7	113,7
Material de Construção	2,0	-22,0
Material de Transporte	34,4	35,3
Metalurgia	8,1	60,3
Mineração	41,7	43,3
Papel e Celulose	7,0	-12,7
Petróleo e Gás	12,7	1,0
Produtos de Limpeza e Cosméticos	31,0	-89,7
Químico	24,2	103,8
Siderurgia	43,8	108,2
Têxtil, couro e vestuário	15,7	26,9
Utilidades Domésticas	85,6	-99,4
Total	23,8	33,1
Total sem Petrobrás	29,9	65,0

Dados e Informações Adicionais

Receita Líquida e Lucro Líquido em 2003 e 2004 por Segmento, em R\$ Mil

	Receita Líquida		Lucro Líquido	
	2003	2004	2003	2004
Alimentos	14.240.080	16.956.013	579.635	815.150
Armas e Munições	421.917	439.394	48.983	38.159
Bebidas e Fumo	11.928.412	15.486.730	2.180.555	1.893.566
Brinquedos/Lazer	46.060	55.038	-30.703	-23.603
Calçados	3.022.969	3.511.885	285.457	178.762
Diversos	1.148.662	1.356.975	116.586	129.112
Editora	407.600	437.688	14.928	18.206
Embalagens	431.139	509.559	64.343	54.879
Equipamentos Elétricos	67.343	102.704	-7.960	3.191
Madeira	1.492.618	1.750.856	3.847	78.815
Máquinas e Equipamentos	6.175.122	7.465.123	480.751	581.628
Material Aeronáutico	6.570.613	10.231.159	587.653	1.255.833
Material de Construção	1.193.670	1.217.355	53.507	41.727
Material de Transporte	6.174.054	8.298.908	362.084	489.884
Metalurgia	2.042.050	2.207.293	58.252	93.360
Mineração	19.442.406	27.544.215	4.508.850	6.459.519
Papel e Celulose	13.330.496	14.263.981	3.452.470	3.014.869
Petróleo e Gás	99.309.178	111.948.488	17.901.606	18.076.640
Produtos de Limpeza e Cosméticos	1.692.123	2.217.420	-1.789.579	-183.435
Químico	29.944.887	37.200.839	1.507.302	3.071.275
Siderurgia	40.933.032	58.844.220	5.533.912	11.521.466
Têxtil, couro e vestuário	6.322.109	7.313.838	303.820	385.556
Utilidades Domésticas	692.757	1.285.861	-163.574	-953

Empresas, por Lucro Líquido, em R\$ Mil

Segmento	Companhia	2003	2004
Petróleo e Gás	Petrobras	17.794.669	17.860.754
Mineração	Vale Rio Doce	4.508.850	6.459.519
Siderurgia	Usiminas	1.306.172	3.018.866
Siderurgia	Gerdau Met	1.137.216	2.831.339
Siderurgia	Sid Nacional	1.031.013	1.981.788
Siderurgia	Sid Tubarao	910.248	1.624.356
Material Aeronáutico	Embraer	587.653	1.255.833
Bebidas e Fumo	Ambev	1.411.570	1.161.533
Papel e Celulose	Aracruz	870.235	1.068.497
Siderurgia	Belgo Mineira	682.310	1.039.521
Papel e Celulose	Votorantim Celulose	852.937	789.677
Bebidas e Fumo	Souza Cruz	768.985	732.033
Químico	Braskem	215.135	690.857
Siderurgia	Acesita	225.548	679.374
Papel e Celulose	Suzano Bahia Sul	586.518	602.959
Químico	Copesul	167.805	546.676
Papel e Celulose	Klabin	1.000.879	455.544
Químico	Fosfertil	327.126	451.395
Alimentos	Sadia	446.763	438.736
Químico	Ultrapar	246.379	414.479
Máquinas e Equipamentos	Weg	307.809	402.654
Produtos de Limpeza e Cosméticos	Natura	63.884	300.294
Alimentos	Perdigao	123.547	295.619
Siderurgia	Acos Villares	151.720	239.005
Petróleo e Gás	Ipiranga Ref	106.937	215.886
Químico	Unipar	101.243	204.047
Químico	Petroquímica Uniao	74.337	186.537
Material de Transporte	Metal Leve	175.890	180.483
Têxtil, couro e vestuário	Coteminas	167.398	175.828
Madeira	Duratex	64.017	125.293
Material de Transporte	Randon Part	70.146	124.879
Têxtil, couro e vestuário	Guararapes	46.501	121.685
Químico	Suzano Petroquim	2.122	109.064
Diversos	Magnesita	88.627	107.586
Químico	Petroflex	60.534	98.253
Siderurgia	Ferbasa	79.428	97.140
Químico	Aubos Trevo	82.530	96.692
Calçados	Alpargatas	80.256	93.821
Alimentos	Seara Alim	86.720	92.870
Material de Transporte	Marcopolo	80.936	85.022
Químico	Fertibras	68.130	81.147
Papel e Celulose	Ripasa	124.416	78.167
Químico	Elekeiroz	30.576	70.839
Máquinas e Equipamentos	Inds Romi	47.993	69.567
Material de Transporte	Albarus	71.686	69.159
Calçados	Grendene	203.221	67.654
Químico	Rhodia-Ster	84.866	63.336
Químico	Millennium	46.519	57.953
Material de Transporte	lochp-Maxion	-5.111	50.826
Embalagens	Petropar	55.502	47.734
Alimentos	Avipal	20.812	41.525
Têxtil, couro e vestuário	Marisol	21.672	37.663
Têxtil, couro e vestuário	Santista Textil	44.407	35.032
Material de Construção	Eternit	28.056	33.315
Máquinas e Equipamentos	Embraco	85.257	29.246
Metalurgia	Panatlantica	18.760	28.012

Continua...

Continuação

Empresas, por Lucro Líquido, em R\$ Mil

Máquinas e Equipamentos	Kepler Weber	20.336	27.626
Têxtil, couro e vestuário	Cedro	11.649	25.328
Alimentos	Cacique	21.201	24.007
Armas e Munições	Forjas Taurus	34.709	23.324
Alimentos	Iguacu Café	45.251	22.892
Metalurgia	Tekno	24.312	22.855
Máquinas e Equipamentos	Itautec	10.403	22.527
Têxtil, couro e vestuário	Santanense	-34.239	20.220
Diversos	Technos Rel	25.669	19.403
Metalurgia	Mangels	7.911	19.137
Editora	Saraiva Livr	14.928	18.206
Metalurgia	Confab	20.507	17.519
Papel e Celulose	Celulose Irani	12.606	17.330
Calçados	Calçados Azaléia	9.896	17.008
Têxtil, couro e vestuário	Dohler	15.749	15.704
Utilidades Domésticas	Nadir Figueiredo	6.627	15.685
Material de Transporte	Tupy	9.073	14.916
Armas e Munições	CBC Cartucho	14.274	14.835
Máquinas e Equipamentos	Metisa	9.422	13.804
Têxtil, couro e vestuário	Karsten	10.449	12.467
Têxtil, couro e vestuário	Vicunha Textil	22.538	11.844
Utilidades Domésticas	Springer	7.460	11.116
Máquinas e Equipamentos	Schulz	3.877	10.319
Siderurgia	Aliperti	10.257	10.077
Máquinas e Equipamentos	Bardella	1.929	7.464
Embalagens	Metal Iguacu	8.841	7.145
Metalurgia	Met Duque	5.349	4.922
Alimentos	Oderich	1.225	4.825
Material de Construção	CP Cimento	25.307	4.387
Metalurgia	Wetzel	-7.310	4.233
Material de Construção	Portobello	144	4.025
Alimentos	Granoleo	1.660	3.471
Equipamentos Elétricos	Trafo	-7.960	3.191
Metalurgia	Fibam	343	3.000
Papel e Celulose	Melhoramentos SP	4.879	2.695
Diversos	Sansuy	2.290	2.123
Metalurgia	Riosulense	956	1.700
Metalurgia	Gazola	-3.528	1.096
Alimentos	Vigor	2.834	418
Calçados	Vulcabras	-7.916	279
Têxtil, couro e vestuário	Tex Renaux	-3.589	-74
Máquinas e Equipamentos	Aco Altona	-6.275	-1.579
Brinquedos/Lazer	Tectoy	-8.254	-2.903
Madeira	Manasa	-11.156	-6.392
Têxtil, couro e vestuário	Arthur Lange	3.290	-7.089
Utilidades Domésticas	Semp Toshiba	3.157	-7.700
Metalurgia	Ferragens Haga	-9.048	-9.114
Têxtil, couro e vestuário	Schlosser	-10.176	-16.581
Têxtil, couro e vestuário	Cia Hering	11.602	-17.741
Utilidades Domésticas	Gradiente	-180.818	-20.054
Brinquedos/Lazer	Bic Caloi	-22.449	-20.700
Têxtil, couro e vestuário	Fab C Renaux	-3.431	-28.730
Material de Transporte	Plascar	-40.536	-35.401
Madeira	Eucatex	-49.014	-40.086
Alimentos	Café Brasília	-172.381	-111.217
Produtos de Limpeza e Cosméticos	Bombril	-1.853.463	-483.729